



Facoltà di Economia

**Corso di Laurea in Finanza Aziendale e Mercati
Finanziari**

Tesi di laurea:

Le Sicav

Candidato: Dott.ssa Laura Cei

Relatore: Prof. Vincenzo Pinto

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

SOMMARIO

INTRODUZIONE

La SICAV: profili generali e linee di sviluppo dell'indagine.

1. La SICAV come società per azioni di diritto speciale.
2. L'introduzione delle SICAV nel nostro ordinamento.

CAPITOLO PRIMO

La SICAV: profili funzionali.

1. La gestione collettiva del risparmio.
2. SICAV e fondi comuni di investimento.
3. I soci della SICAV ed i loro diritti.
4. I titoli partecipativi della SICAV.
5. L'organizzazione corporativa nella SICAV.
 - 5.1. L'assemblea nelle s.p.a. di diritto comune.
 - 5.2. L'assemblea nella SICAV.
6. La banca depositaria.
7. L'amministrazione ed il sistema delle deleghe nella SICAV. I controlli: cenni.

CAPITOLO SECONDO

La SICAV: profilo strutturale.

1. La SICAV è una società per azioni.
2. Le deroghe al diritto societario "comune".
 - 2.1. La costituzione della SICAV.
 - 2.2. La disciplina dei conferimenti.
 - 2.3. Le deroghe relative agli aspetti patrimoniali.
 - 2.4. La disciplina del capitale tra diritto societario comune e Sicav.
3. Il bilancio della SICAV e la distribuzione dei proventi.
4. Lo scioglimento della società di investimento a capitale variabile.
5. La vigilanza sulle SICAV.

INTRODUZIONE.

La SICAV: profili generali e linee di sviluppo dell'indagine.

SOMMARIO: 1. La SICAV come società per azioni di diritto speciale. 2. L'introduzione delle SICAV nel nostro ordinamento.

1. La SICAV come società per azioni di diritto speciale.

La società di investimento a capitale variabile è un organismo di investimento collettivo del risparmio che, da un lato, si occupa di raccogliere il patrimonio da investire attraverso l'offerta delle proprie azioni e, dall'altro lato, di gestire in monte il risparmio della pluralità di investitori che scelgano di aderire all'iniziativa collettiva loro proposta.

Questi organismi di investimento collettivo del risparmio sono molto particolari dal punto di vista del diritto societario: trattandosi di società per azioni, saranno organizzati in linea generale secondo la disciplina prevista per queste ultime, la quale tuttavia, si piega alla peculiare attività svolta. La SICAV è infatti una s.p.a. di diritto speciale, ed è tale in virtù del suo oggetto sociale, predeterminato in via esclusiva dalla legge.

L'oggetto esclusivo della SICAV è quello tipico della gestione collettiva del risparmio: la costituzione, attraverso l'afflusso di denaro e strumenti finanziari di una pluralità di investitori, di una massa patrimoniale da investire secondo un sistema di gestione in monte.

Più in particolare, si tratta, in una prima fase, di raccogliere il patrimonio attraverso l'offerta al pubblico di proprie azioni, ovvero strumenti partecipativi che conferiscono diritti amministrativi e patrimoniali ai possessori; e, in una seconda fase, di effettuare un investimento collettivo del patrimonio raccolto.

Ciò si riflette, come si dirà meglio in seguito, sulla configurazione del diritto patrimoniale dell'azionista di SICAV, che non è rappresentato dal diritto ad un dividendo "periodico", ma dal diritto al rimborso delle proprie azioni – rimborso esigibile in qualsiasi momento – al valore reale delle stesse. Il vantaggio patrimoniale di un investitore che partecipa alla SICAV si realizza nel momento dell'uscita dell'azionista dalla società, e quindi nel momento in cui questi chiede il rimborso delle proprie azioni ed ottiene una somma di denaro corrispondente alla porzione di patrimonio netto/capitale rappresentata dai titoli in suo possesso.

Questa possibilità di entrata ed uscita dell'azionista nella e dalla SICAV è assimilabile alla posizione del partecipante ad un fondo comune di investimento aperto: ciò che, come si vedrà, determina tutta una serie di conseguenze in punto di disciplina applicabile.

La disciplina organizzativa della SICAV si articola su due livelli: in primo luogo si registra un nucleo “tipizzante” di norme (artt. 43 ss. Tuf) dedicate appositamente alla SICAV; in secondo luogo, opera la disciplina generale della società per azioni, la quale, tuttavia, come accade per ogni fenomeno di adeguamento di norme nate per un fenomeno diverso, si applica nei limiti della compatibilità con i principi e le regole che provengono dal primo livello.

Dalla definizione della SICAV¹ si evince che la prima regola caratterizzante la società in questione è la variabilità del capitale. Ad essa l’art. 45, comma 1°, Tuf aggiunge un’ulteriore regola fondamentale : « il capitale della Sicav è sempre uguale al patrimonio netto detenuto dalla società (...) ».

Queste due regole sono profondamente diverse da quelle della comune disciplina delle s.p.a.. Infatti, in quest’ultima, il capitale della società è fisso ed un suo aumento o una sua riduzione passano necessariamente attraverso una modifica dell’atto costitutivo. Inoltre nelle s.p.a. di diritto comune emerge una netta distinzione tra patrimonio e capitale, laddove il capitale si dice un’entità fissa mentre il patrimonio è un’entità variabile a seconda dei risultati dell’attività.

Variabilità del capitale della SICAV significa che l’atto costitutivo non predetermina l’entità del capitale in misura fissa e che quindi ad una variazione del capitale non sussegue una modifica dell’atto

¹ La SICAV è definita nell’art. 1, comma 1°, lett. i) come “la società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l’investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l’offerta al pubblico di proprie azioni”.

costitutivo. La variabilità del capitale, nel contesto della disciplina della SICAV, è una caratteristica che discende dalla particolare modalità dell'investimento collettivo, rappresentata, come si vedrà, dalla partecipazione al patrimonio di una società secondo forme analoghe alla partecipazione ad un fondo comune c.d. "aperto": del resto, la SICAV raccoglie il risparmio da investire offrendo al pubblico proprie azioni, con la conseguenza che si configura necessariamente come "public company", continuamente "aperta" all'ingresso di nuovi soci ².

Per quanto riguarda la disapplicazione dell'altra regola, quella per cui il capitale sociale rappresenta una porzione ideale del patrimonio netto ed è un'entità distinta da esso, si tratta di una conseguenza della variabilità del capitale .

Nel diritto comune, dalla distinzione tra capitale e patrimonio netto derivano una serie di concetti del diritto societario come quelli di utile e di perdita di capitale. Infatti, atteso che patrimonio netto e capitale sono due entità distinte, è evidente che il patrimonio netto può essere, a seconda dei momenti, di ammontare superiore o inferiore alla cifra del capitale: quando è superiore abbiamo un utile; quando è inferiore abbiamo una perdita di capitale.

Nella SICAV, essendoci coincidenza tra capitale sociale e patrimonio netto, l'unica funzione del capitale è quella di misurare l'investimento

² R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile: commento al decreto legislativo del 25 gennaio 1992 n.84*, in *Quaderni di Diritto commerciale europeo*, a cura di Carlo Angelici e Giorgio Marasà ,Giappichelli editore, Torino 1994, commento all'art 1, p.12.

collettivo: il capitale varia non solo per emissioni e rimborsi ma anche per i risultati della gestione.

Queste due regole che differenziano le SICAV dalle s.p.a. trovano fondamento nell'esigenza di adeguare la struttura delle società per azioni alla funzione della SICAV ovvero alla gestione collettiva del risparmio.

L'emissione di nuove azioni e le modifiche del capitale non rappresentano più un'attività straordinaria: l'emissione di nuove azioni, nelle SICAV, rientra nella serie tipica degli atti diretti a realizzare il suo oggetto sociale.

Del resto, se la SICAV non potesse svolgere questa attività liberamente, non potrebbe raccogliere continuamente patrimonio presso il pubblico offrendo le proprie azioni né assecondare le continue richieste di rimborso dei soci investitori, essendo costretta ogni volta a convocare l'assemblea per la modifica dell'atto costitutivo dovuta alle variazioni del capitale.

2. L'introduzione delle SICAV nel nostro ordinamento.

La SICAV è stata introdotta nell'ordinamento italiano con il decreto legislativo n. 84 del 25 gennaio 1992 in attuazione della direttiva 85/611/CEE.

L'istituzione delle SICAV non era peraltro necessitata dalla norma comunitaria, che non richiedeva affatto di introdurre in tutti gli Stati le

tre forme di organismo che la direttiva regola congiuntamente (fondi comuni di investimento; società di investimento – a capitale fisso o variabile –; *unit trust*), ma solo di dare ad esse una disciplina uniforme che consentisse la creazione di un “mercato comune”, fondato sul principio del mutuo riconoscimento e del controllo del paese di origine (c.d. *home country control*)³.

Con il decreto n. 84 il legislatore italiano, introducendo nel nostro ordinamento le c.d. società di investimento, limita la tipologia in esame alla sola forma “a capitale variabile”, caratterizzata dalla continua possibilità di nuove sottoscrizioni e “recessi”, negando invece cittadinanza alla forma “a capitale fisso”⁴.

La relazione di accompagnamento al decreto giustifica l'introduzione delle SICAV accanto ai fondi comuni di investimento facendo osservare che entrambe le forme in questione svolgono la medesima funzione con la differenza fondamentale per cui, nello schema del fondo comune, l'investitore è un partecipante ad un fondo gestito da una società esterna; nello schema della SICAV, invece, l'investitore è al tempo stesso socio della società di gestione e dunque, quanto meno potenzialmente, gestore egli stesso del patrimonio conferito⁵.

³ G.E.COLOMBO, G.B.PORTALE, *Le società di investimento a capitale variabile, La struttura della SICAV* (P. II, Cap. I), in *Trattato delle società per azioni*, Vol VII, Utet, 1997, p. 140

⁴ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile: commento al decreto legislativo del 25 gennaio 1992 n.84*, cit., p. 9.

⁵ G.E.COLOMBO, G.B.PORTALE, *Le società di investimento a capitale variabile, La struttura della SICAV* (P. II, Cap. I), cit., p. 141.

Da qui si intuisce che la SICAV, non nasce come modello alternativo a quello societario “classico”, ma come modello alternativo a quello del fondo: il partecipante all’iniziativa di investimento collettivo da destinatario delle scelte del gestore del fondo diventa soggetto che può influenzare tali scelte con l’esercizio del diritto di voto.

Sotto questo profilo, l’inserimento della SICAV tra gli intermediari del mercato mobiliare è stato giustificato sottolineandone la complementarità rispetto allo schema del fondo comune, dovuta alla coincidenza nella prima delle posizioni di azionista e di partecipante all’investimento .

A differenza del nostro ordinamento, in altri stati membri è il fondo comune ad essere un'evoluzione del modello società di investimento; in Italia invece il legislatore ha voluto creare le società di investimento solo dopo aver recepito nel sistema il fondo comune mobiliare aperto già esistente dal 1983.

In effetti la disciplina di queste società è caratterizzata da numerose e pervasive deroghe al diritto azionario comune che rendono assai più vicine le SICAV ad un fondo comune di investimento che ad una società per azioni: le modifiche apportate ai profili patrimoniali ed alle regole di funzionamento della società per azioni ridimensionano sensibilmente la contiguità strutturale e funzionale tra le SICAV ed il tipo della società per azioni delineato dal codice civile.

CAPITOLO PRIMO

La SICAV: profili funzionali.

SOMMARIO : 1. La gestione collettiva del risparmio. 2. SICAV e fondi comuni di investimento. 3. I soci della SICAV ed i loro diritti. 4. I titoli partecipativi della SICAV. 5. L'organizzazione corporativa nella SICAV. 5.1. L'assemblea nelle s.p.a. di diritto comune. 6. La banca depositaria. 7. L'amministrazione ed il sistema delle deleghe nella SICAV. I controlli: cenni.

1. La gestione collettiva del risparmio.

Le attività rilevanti riferite a strumenti finanziari sono di due tipi: le attività e i servizi di investimento⁶ e la gestione collettiva del risparmio.

Quest'ultima attività è definita dall' Art 1 della legge Draghi, comma 1°, lettera n, come “il servizio che si realizza attraverso:

1) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;

⁶ La fattispecie dei servizi di investimento, necessaria per capire quale disciplina applicare, la troviamo delineata all'art. 18 della legge Draghi: si tratta di una norma composta di vari elementi e al 1° comma dispone che “l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche”.

2) la gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili.”

Questa nozione va ad integrare la riserva di attività che è indicata e definita all'art. 33 della legge Draghi, la quale ci dice che l'attività qualificata come gestione collettiva del risparmio è riservata a determinati soggetti, e in particolare alle SGR (società di gestione del risparmio) e alle SICAV⁷.

Per comprendere la nozione di gestione collettiva del risparmio è necessario delineare e scomporre il concetto di OICR e successivamente individuare l'attività rilevante.

Si distinguono due tipologie di OICR: i fondi comuni di investimento e le SICAV. Questi due organismi sono accomunati dalla funzione che svolgono ma differiscono sul piano strutturale.

La funzione comune è data dalla raccolta del risparmio presso il pubblico e dal suo successivo investimento collettivo; sia le SICAV che i fondi comuni hanno come funzione propria da un lato la raccolta del risparmio tramite emissione di quote di partecipazione (quote nel caso dei fondi e azioni nel caso delle SICAV) e dall'altro l'investimento del patrimonio così raccolto, nell'interesse comune dei partecipanti cioè dei titolari delle quote che hanno contribuito a formare il patrimonio medesimo.

⁷ L'art. 33 Tuf, 1° comma riserva la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio alle Sgr e alle Sicav; alle società di gestione armonizzate; l'attività di cui all'articolo 1, comma 1, lettera n), n. 1), può essere esercitata solo con riguardo a fondi comuni di investimento armonizzati.

Sotto questo profilo, è evidente la differenza rispetto ai servizi di investimento e, in particolare, rispetto alla gestione individuale: in quest'ultimo caso il parametro di decisione è solo l'interesse del singolo, e non l'interesse collettivo di un gruppo di investitori, quali appunto quotisti del fondo e gli azionisti della SICAV.

In queste ultime due tipologie non c'è spazio per la considerazione delle esigenze individuali del singolo investitore: elemento, quest'ultimo, che invece caratterizza l'attività dell'intermediario nei servizi di investimento.

Emblematico è il riferimento all'art. 24, 1° comma, lett.a) , ai sensi del quale, nella gestione individuale di portafogli, il singolo investitore può impartire istruzioni vincolanti al gestore; diversamente, coloro che partecipano al fondo comune o alle SICAV non hanno la possibilità di introdurre elementi di personalizzazione⁸.

Gli elementi che differenziano gli organismi di investimento collettivo del risparmio dall'attività di gestione individuale si riferiscono al fatto che il servizio di gestione si svolge “in monte”⁹, ovvero nell'interesse della collettività degli investitori. L'investitore del fondo partecipa ad un patrimonio “collettivo”, al quale partecipano altri investitori,

⁸ Nella fattispecie della gestione individuale, la discrezionalità del gestore può essere condizionata dalla facoltà del cliente, necessariamente prevista dal contratto ai sensi dell'art. 24, 1° comma Tuf, “di impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere.

⁹ Il fondo comune di investimento è definito come il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi. (Art. 1, comma 1°, lett.j) Tuf).

avendo acquistato una quota di partecipazione dello stesso fondo: il patrimonio dell'investitore non rimane dunque separato da quello degli altri investitori che partecipano alla stessa forma di investimento ma il suo apporto va a confluire in un unico patrimonio, costituito anche dagli investimenti degli altri soggetti partecipanti. Tuttavia, ogni fondo di investimento è patrimonio "autonomo" rispetto al patrimonio del soggetto gestore ed anche rispetto al patrimonio di altri fondi gestiti dal medesimo soggetto.¹⁰

Lo stesso principio vale per le SICAV, con la differenza che gli investitori qui, acquistando azioni anziché quote del fondo non saranno semplici partecipanti al fondo, ma soci della società ai quali viene attribuito un diritto amministrativo: emerge quindi la possibilità dei soci della SICAV di poter incidere sulle strategie di investimento

¹⁰ Questo è quanto viene disposto dall'art. 22, Tuf, relativamente alla separazione patrimoniale: 1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dall'impresa di investimento, dalla Sgr, dalla società di gestione armonizzata o dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario, nonché gli strumenti finanziari dei singoli clienti a qualsiasi titolo detenuti dalla banca, costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, né quelle dei creditori dell'eventuale depositario o sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi 158.2. Per i conti relativi a strumenti finanziari e a somme di denaro depositati presso terzi non operano le compensazioni legale e giudiziale e non può essere pattuita la compensazione convenzionale rispetto ai crediti vantati dal depositario o dal sub depositario nei confronti dell'intermediario o del depositario.3. Salvo consenso scritto dei clienti, l'impresa di investimento, la Sgr, la società di gestione armonizzata, l'intermediario finanziario iscritto nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario e la banca non possono utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, da essi detenuti a qualsiasi titolo. L'impresa di investimento, l'intermediario finanziario iscritto nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario, la Sgr e la società di gestione armonizzata non possono utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, le disponibilità liquide degli investitori, da esse detenute a qualsiasi titolo 159.

esercitando il loro diritto di voto, nei limiti della partecipazione al capitale.

2. SICAV e fondi comuni di investimento.

E' giunto il momento di analizzare le differenze strutturali tra queste due diverse forme di OICR, i fondi comuni di investimento e le società di investimento a capitale variabile. Già si è detto che sono due organismi che hanno medesima funzione ma diversa struttura, trattandosi in un caso di OICR contrattuali e nell'altro di OICR statutari. Questa terminologia, di fonte comunitaria, permette di comprendere meglio il differente tipo di rapporto tra gli investitori e i gestori del patrimonio nell'una e nell'altra fattispecie.

Nei fondi comuni di investimento vi è una separazione netta tra gli investitori e gestori del patrimonio. Infatti, nell'attività di gestione del fondo, si prevede la presenza di tre soggetti: gli investitori che apportano i loro risparmi; la società che istituisce e gestisce il fondo; ed infine la banca depositaria.

L'art. 36 Tuf, rubricato "fondi comuni di investimento", afferma che il fondo deve essere gestito dalla società di gestione che l'ha istituito oppure da un'altra SGR e che gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide devono essere depositati e custoditi presso una banca depositaria.

Tra la società gestore del fondo e i partecipanti al fondo intercorre un rapporto solo apparentemente assimilabile al mandato: la gestione del patrimonio del fondo non è attribuita direttamente ai quotisti o ad organi espressi da loro, bensì alla SGR¹¹.

Conseguenza strutturale evidente di questa separazione è la necessaria presenza di un patrimonio autonomo del fondo prevista dall'art 36,6° comma, Tuf, ove si dispone che tutti i fondi o comparti di esse costituiscono patrimonio autonomo e indipendente da tutti gli altri patrimoni: ossia da quello della società di gestione, da quello dei partecipanti al fondo, nonché dagli altri patrimoni eventualmente gestiti dalla medesima società di gestione. Questo comporta che sul patrimonio di un dato fondo comune non sono ammesse azioni da parte di creditori della società di gestione del risparmio o di creditori relativi ad altro fondo comune dalla stessa gestito, mentre sono ammesse azioni dei creditori dei singoli investitori sul patrimonio del

¹¹ Si evince dunque dall'articolo in questione che ciò non accade per i beni diversi da quelli elencati; infatti l'art. 36, Tuf dispone che il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o da altra società di gestione del risparmio. Quest'ultima può gestire sia fondi di propria istituzione sia fondi istituiti da altre società di gestione del risparmio. La custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo comune di investimento è affidata a una banca depositaria. Il rapporto di partecipazione al fondo comune di investimento è disciplinato dal regolamento del fondo. La Banca d'Italia, sentita la Consob, determina i criteri generali di redazione del regolamento del fondo e il suo contenuto minimo, a integrazione di quanto previsto dall'articolo 39; Nell'esercizio delle rispettive funzioni, la società promotrice, il gestore e la banca depositaria agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo. La società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario.

fondo, sia pure nei limiti delle quote di partecipazione dei risparmiatori-debitori¹².

L'autonomia patrimoniale è la caratteristica di maggior rilievo del fondo comune. E' noto che per realizzare l'autonomia in senso giuridico di un complesso di beni definito "patrimonio", l'ordinamento, per quanto riguarda le iniziative collettive di investimento, conosce due tecniche distinte: l'imputazione del patrimonio ad un soggetto collettivo (la società), quale ente ritenuto distinto giuridicamente di suoi partecipanti; oppure la separazione patrimoniale, in virtù della quale si imprime un vincolo di destinazione su di una determinata massa di beni e diritti che tuttavia non assurge ad autonomo soggetto di diritto. Ed è quest'ultima la tecnica di autonomizzazione del patrimonio utilizzato con riguardo ai fondi comuni di investimento.

Un altro elemento caratteristico del fondo comune è la raccolta del patrimonio. L'art. 1, comma 1°, lett. j) dispone che il patrimonio del fondo comune di investimento è suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti che rappresentano le frazioni del patrimonio del fondo. Quest'ultimo, cioè, viene raccolto attraverso

¹² Si individua nella fattispecie un patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della sgr e da quello della massa dei sottoscrittori, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla società: esso è posto a presidio patrimoniale dell'attività di gestione svolta per conto terzi. La separatezza patrimoniale dei fondi comuni persegue quindi l'intento di tutelare l'investitore che affida i risparmi alla società di gestione. In tale ordine logico si devono inquadrare l'ammissione di eventuali azioni promosse dai creditori di singoli sottoscrittori (esercitabili solo sulle quote da questi ultimi sottoscritte), nonché l'esclusione di azioni dei creditori dei singoli investitori sulle quote di altri investitori; lo stesso dicasi per il divieto imposto alla sgr di utilizzare nell'interesse proprio o di terzi i beni di pertinenza dei fondi gestiti.

l'emissione di una o più quote: quindi, non abbiamo fondo comune di investimento quando il patrimonio non viene raccolto attraverso l'emissione di quote rappresentative del patrimonio, ma ad esempio attraverso l'emissione di titoli di debito.

Inoltre l'art. 1, sempre comma 1°, lett. j) conferma che il patrimonio dev'essere gestito non nell'interesse individuale del singolo partecipante, ma nell'interesse collettivo di una pluralità di investitori ed in autonomia dai singoli.

L'emissione della quota, al momento della sottoscrizione, comporta l'obbligo da parte dei partecipanti di eseguire un apporto, solitamente in denaro (e solo eccezionalmente in natura, in particolare nei fondi immobiliari)¹³.

La struttura del fondo si caratterizza per lo svolgimento dell'attività di investimento da parte di un soggetto terzo rispetto ai partecipanti al fondo, i quali hanno esclusivamente un diritto patrimoniale di rimborso delle quote e nessun diritto amministrativo: ed è questo un profilo differenziale assai importante tra fondi comuni di investimento e SICAV.

Nelle SICAV (o OICR statutari) infatti, vi è una tendenziale coincidenza tra gli investitori e gestori del patrimoni: la gestione, di

¹³ Come già detto, il fondo comune di investimento è definito dall'art. 1, comma 1°, lett. j) come il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi.

regola, non è affidata ad un soggetto terzo, ma è svolta dagli organi sociali interni della SICAV.

Gli azionisti delle SICAV sono in grado di gestire tramite gli organi interni della società il patrimonio destinato all'investimento collettivo: si può dire che la stessa funzione di stabilire regole ed obblighi in tema di investimento che nei fondi comuni è assolta dal regolamento, per le SICAV è assolta dallo statuto; ed è per questo che si definiscono OICR statutari.

Per la SICAV dunque si adotta una tecnica di segregazione del patrimonio gestito alternativa a quella della separazione patrimoniale adottata per i fondi comuni: la creazione di un autonomo centro di imputazione soggettiva, la società, titolare del patrimonio collettivo.

Quello che nei fondi comuni è un effetto prodotto attraverso la separazione di una massa patrimoniale all'interno del complessivo patrimonio della SGR, nella SICAV è la conseguenza dell'imputazione di un patrimonio ad un soggetto di diritto ed in particolare ad una s.p.a.¹⁴

L'analisi del profilo strutturale non si esaurisce, tuttavia, nella constatazione dell'assimilazione della SICAV al paradigma normativo della società per azioni, date le numerose deroghe alla disciplina

¹⁴ La società per azioni fornita di propria soggettività ed autonomia risponde, quindi, delle obbligazioni che assume soltanto con il proprio patrimonio (art. 2325 c.c.). Tale fondamentale caratteristica subisce un correttivo poiché in caso di insolvenza risponde illimitatamente il socio al quale siano appartenute tutte le azioni; ovviamente con riguardo alle obbligazioni sorte nel periodo di tale monopolistica appartenenza. S. PESCATORE, *Impresa societaria a base capitalistica. Costituzione della s.p.a.*, in *Istituzioni di Diritto Commerciale*, a cura di V. BUONOCORE, cit., p.146.

comune del tipo. Del resto, l'oggetto sociale esclusivo della SICAV è rappresentato dell'investimento collettivo del patrimonio raccolto.

E' evidente, dunque, la natura "bicefala" della SICAV, che, da un lato, svolge un'attività analoga a quella dei fondi comuni (aperti, come meglio si dirà), ma dall'altro adotta uno schema giuridico in base al quale la raccolta del patrimonio si realizza attraverso l'emissione di strumenti partecipativi che, oltre al diritto patrimoniale tipico della gestione collettiva, conferiscono il diritto di voto tipico dell'azionista: sottoscrivendo azioni della società, i risparmiatori diventano soci della stessa ed hanno così la possibilità di esercitare il proprio diritto di voto, partecipando, sia pure indirettamente (ossia attraverso la nomina dell'organo gestorio), alle politiche di investimento della società.

La differenza tra le due forme di raccolta del risparmio riguarda dunque l'aspetto giuridico: l'investitore, in una SICAV, non sottoscrive quote di un fondo separato ma azioni della SICAV medesima, acquistando così diritti tipici di un'azionista.

3. I soci della SICAV ed i loro diritti.

Gli azionisti della SICAV acquistano quindi determinati diritti, sia patrimoniali che amministrativi, sebbene, per quel che concerne i primi non vi sia coincidenza – come meglio si dirà in seguito – con il diritto tipico del socio di una comune s.p.a.

I soci, infatti, hanno il diritto in qualsiasi momento di uscire dalla società e di conseguire il rimborso delle proprie azioni. Del resto, il vantaggio patrimoniale derivante dal partecipare a operazioni di investimento collettivo si realizza nel momento dell'uscita dell'azionista dalla società e quindi nel momento del rimborso delle azioni per una somma di denaro corrispondente alla porzione di patrimonio netto/capitale rappresentata dai titoli disinvestiti¹⁵; e il valore di rimborso dipende dalla gestione finanziaria del patrimonio della SICAV, che *medio tempore* può aver determinato incrementi e decrementi del valore delle azioni sottoscritte dai risparmiatori.

Questo elemento accomuna la SICAV ai fondi comuni di investimento aperti, caratterizzati dal fatto che i partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dal regolamento del fondo¹⁶.

Quindi la sottoscrizione di azioni di SICAV risponde ad una logica di allocazione del risparmio non diversa dal modo di procedere di coloro

¹⁵ Legge 23 marzo 1983 n.77 a cui rimanda l'art 4 comma 4 del d.l. n. 84: I partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote, tranne nei giorni di chiusura delle borse nazionali. Il rimborso deve essere eseguito in denaro, entro quindici giorni dalla richiesta salvo i casi eccezionali, precisati nel regolamento, nei quali il termine può essere prorogato fino ad un mese. Allorché si verificano tali casi la società di gestione informa immediatamente la Banca d'Italia. Questa, in circostanze eccezionali attinenti all'andamento del mercato finanziario, può sospendere o limitare temporaneamente sia l'emissione di nuove quote di partecipazione sia il rimborso delle quote emesse.

¹⁶ Il fondo comune aperto è definito dall'art.1, comma 1°, lett.k), Tuf come il fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo.

Ciò che caratterizza un fondo come aperto è proprio la particolare partecipazione al fondo, nel senso che il diritto al rimborso della quota può essere esercitato in ogni momento e tale rimborso deve essere eseguito entro 15 giorni dalla richiesta; è così disposto dall'art. 10 del regolamento del ministro dell'economia e delle finanze.

che versano i loro risparmi in un fondo comune di investimento aperto, confidando in un possibile incremento di valore delle quote, liquidabile peraltro in qualsiasi momento. L'art. 11 del regolamento ministeriale del Tesoro n 228 del 24 maggio 1999 prevede infatti che le disposizioni in materia di fondi comuni di investimento "aperti" si applichino anche alle SICAV¹⁷.

Ma, come si è detto, si riscontrano delle sostanziali e fondamentali differenze tra i due organismi: nel fondo comune, il sottoscrittore delle quote è titolare, in virtù del suo portafoglio, esclusivamente di un diritto patrimoniale, quello di ottenere il rimborso della quota commisurato ai risultati della gestione del fondo; differente è invece la posizione di chi sottoscrive azioni emesse dalla SICAV, il quale diventa socio ed ha pertanto la possibilità di incidere, attraverso il

¹⁷ L'art 11 del d.m. 24.05.1999, n. 228 - Dipartimento del Tesoro afferma che: le disposizioni del presente regolamento riguardanti i fondi aperti si applicano alle SICAV e che I criteri stabiliti dal presente regolamento si applicano a ciascuno dei comparti di uno stesso fondo o di una stessa SICAV.

Il Capo I di tale regolamento si occupa dei Fondi Aperti e dunque in base all'art. 11, gli articoli che elencati in questo capo vanno applicati anche alle SCAV. Importante sotto questo punto di vista è la disciplina relativa alla modalità di partecipazione ai fondi aperti (art.10): questa prevede che la sottoscrizione delle quote del fondo aperto o delle quote di un comparto del fondo stesso, se questo e' suddiviso in comparti, ha luogo o mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione o, nel caso in cui il regolamento del fondo lo preveda, mediante conferimento di strumenti finanziari nella composizione che riproduce l'indice in conformità del quale il fondo investe. La SGR provvede a calcolare il valore delle quote, anche ai fini dell'emissione e del rimborso delle stesse, con periodicità almeno settimanale. I partecipanti al fondo hanno diritto di chiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle quote. Il rimborso deve essere eseguito entro quindici giorni dalla richiesta. Nei casi eccezionali precisati dal regolamento del fondo, il diritto al rimborso può essere sospeso dalla SGR per un periodo non superiore ad un mese. Dalla sospensione la società informa immediatamente la Banca d'Italia e la CONSOB. Nel caso di sospensione dei rimborsi delle quote di un fondo armonizzato che commercializza dette quote in altri Paesi aderenti all'Unione Europea, la società dovrà informare della sospensione anche le Autorità di vigilanza di tali Paesi.

diritto di voto, sulla politica di investimento e sulle decisioni di gestione.

I soci-investitori nella SICAV concorrono alla nomina degli amministratori, possono revocarli, approvano il bilancio: hanno insomma un ruolo ben diverso da chi è legato al gestore da una mera relazione contrattuale esterna. Il ruolo più attivo deriva appunto dal fatto che la posizione dell'investitore nella SICAV è qualificata dalla peculiare connotazione associativa che discende dall'adozione dello schema societario¹⁸.

La naturale osservazione per cui la partecipazione alla SICAV può essere giustificata, oltre che in via generale dall'obiettivo di effettuare un investimento finanziario, anche da quello di contribuire alla gestione dell'attività che ne determina i risultati, assume particolare rilevanza nel 4° comma dell'art. 45 Tuf: con quest'ultima disposizione, infatti, alle due predette finalità dell'investimento in SICAV si fanno corrispondere due differenti "serie" di azioni, caratterizzate per un'uguaglianza di diritti patrimoniali, ma distinte – come meglio si vedrà – per la forma di circolazione dei titoli (nominativi o al portatore) e per le diverse modalità di attribuzione del diritto di voto¹⁹.

¹⁸ P.MARCHETTI, *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, Appunti sulle SICAV* in Riv. Soc., 1992, I., cit., p. 733.

¹⁹ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile : commento al decreto legislativo del 25 gennaio 1992 n.84*, cit., p. 49; Art. 45 Tuf, Capitale e azioni: Comma 4°:Le azioni della Sicav possono essere nominative o al portatore a scelta del sottoscrittore. Le azioni al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute.

4. I titoli partecipativi della SICAV.

L'investimento nella SICAV ha un significato diverso rispetto a quanto avviene nella consueta società azionaria: assume qui un valore che potrebbe dirsi propriamente tecnico, poiché l'apporto dell'azionista non è uno strumento per lo svolgimento di un'attività imprenditoriale, ma è oggetto esso stesso di un'attività di gestione²⁰.

I titoli partecipativi delle SICAV, ovvero le azioni, sono regolate dall'art. 45, commi 3-8, Tuf, che riproducono in buona parte la disciplina regolata dal decreto legislativo 84/92, pur con significative modifiche. Tali disposizioni fanno perno sull'obbligo di integrale liberazione delle azioni all'atto della loro emissione e sulla determinazione del loro prezzo in base al rapporto tra il valore delle attività nette ed il numero delle azioni in circolazione (come previsto dall'art. 45, comma 3° Tuf): del resto, è evidente che un'attività di investimento collettivo del risparmio in valori mobiliari presupponga una necessaria disponibilità dei valori da investire, non potendo la stessa essere svolta attraverso posizioni creditorie²¹.

Le azioni della SICAV sono prive di valore nominale, come si desume dalla non applicabilità dell'art. 2354, comma 3°, n. 3, c.c., prevista nel

²⁰ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile : commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n.84*, Commento all'articolo 4, cit., p. 42.

²¹ L'emissione di azioni senza loro integrale liberazione è pertanto in quanto tale inidonea a consentire la partecipazione all'investimento collettivo in cui consiste la sua attività; R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile: commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n.84*, art.4, cit., p. 43.

7° comma dell'art. 45 Tuf²². La scelta è logica: come meglio si vedrà nel prosieguo della trattazione, non esistendo un “capitale nominale”, poco senso avrebbe prevedere un valore nominale delle azioni, atteso che un simile “valore” non potrebbe svolgere la funzione di unità di misura dei diritti dell'azionista che l'ordinamento societario “generale” le attribuisce²³.

Non avendo le azioni della SICAV un valore nominale, il loro valore varia proprio al variare di quest'ultimo: è questa la ragione per la quale risulta non applicabile l'art. 2431 c.c., rubricato “Sovrapprezzo delle azioni”, in quanto il prezzo di sottoscrizione delle azioni è sempre uguale alla frazione del patrimonio che esse rappresentano. Manca, cioè, nella SICAV, quel dato di riferimento che, rappresentato da un valore nominale, vale ad individuare il *surplus* di conferimento rispetto alla partecipazione al capitale. Si può dire che il sovrapprezzo è espresso *implicitamente* dalla partecipazione: svolgono un ruolo analogo al sovrapprezzo i cosiddetti oneri di sottoscrizione e di rimborso delle azioni, i quali possono essere previsti dallo statuto

²² I titoli azionari devono indicare il loro valore nominale; se nello statuto non è stato determinato il valore nominale delle azioni, è consentita anche l'emissione di titoli azionari senza valore nominale, e in questo caso occorre indicare in ogni titolo sia l'ammontare del capitale sia il numero complessivo delle azioni emesse (art. 2354, comma 3° n.3 c.c.) G.AULETTA, N.SALANITRO, *La società per azioni*, op., cit., p.102.

²³ G.E.COLOMBO, G.B.PORTALE, *Le società di investimento a capitale variabile, La struttura della SICAV* (P. II, Cap. I) cit., p. 183.

Per quanto riguarda le modalità con cui devono essere confezionati i documenti che incorporano l'operazione di investimento, non avrebbe senso inserire nel certificato il valore nominale dell'azione poiché sono partecipazioni il cui significato si ottiene facendo riferimento al dato patrimoniale. Deve essere invece indicato su tale certificato azionario il valore dell'investimento iniziale ovvero il capitale e ciò per dedurre il contenuto patrimoniale dell'azione.

sociale per non far gravare anche sui soci che rimangono nella società i costi legati all'ingresso dei nuovi soci e all'uscita dei vecchi in virtù del principio della "porta aperta". A tali oneri non è applicabile la disciplina del sovrapprezzo, anche per l'impossibilità di costituire la particolare riserva di sovrapprezzo, vista l'inesistenza delle riserve e l'inapplicabilità dell'articolo 2430 c.c.²⁴

Il decreto legislativo 84/92, all'art. 4, comma 1° e 2°, prestabiliva il valore iniziale di ogni azione, che doveva essere di diecimila lire oppure dell'importo superiore eventualmente previsto dalla Banca d'Italia. Si sanciva altresì che il valore delle azioni fosse, ai fini della determinazione del prezzo di emissione e di rimborso, calcolato con una periodicità almeno settimanale²⁵.

Con il Tuf è stato eliminato il valore iniziale delle azioni ed è rimesso allo statuto della società, pur nel rispetto di certi limiti, indicare le modalità di determinazione del valore delle azioni, del loro prezzo di emissione e rimborso ed infine la periodicità con cui possono essere emesse o rimborsate²⁶.

²⁴ P. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, cit., p. 736

²⁵ L'art. 4 del d.lg 25 gennaio 1992 n. 84 in tema di azioni nel 1° comma prevede che (...) il valore iniziale di ciascuna azione è stabilito in L. 10000 o al maggior importo stabilito da Banca d'Italia. Il valore delle azioni, ai fini della determinazione del prezzo di emissione e il rimborso, è stabilito con la periodicità di cui al comma 2, dividendo il valore delle attività nette ai sensi dell'art. 3, comma 1, per il numero delle azioni in circolazione. Al 2° comma dispone inoltre che le azioni della SICAV possono essere emesse e rimborsate con una periodicità, da indicare nello statuto almeno settimanale (...)

²⁶ Lo statuto della Sicav indica le modalità di determinazione del valore delle azioni e del prezzo di emissione e di rimborso nonché la periodicità con cui le azioni della Sicav possono essere emesse e rimborsate. (art. 45, comma 5° Tuf).

Un ulteriore profilo di specialità della disciplina delle SICAV rispetto al modello azionario è rappresentato dalla possibilità di emettere sia azioni nominative che azioni al portatore ²⁷.

Queste due tipologie si distinguono non solo in base al regime di circolazione ²⁸ ma anche per quel che concerne il “peso” del diritto di voto in assemblea ²⁹. Le azioni nominative, infatti, attribuiscono il voto in ragione della frazione di patrimonio che rappresentano, secondo le regole comuni del diritto azionario, mentre le azioni al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio, indipendentemente

²⁷“(…)le (azioni al portatore) attribuiscono un solo voto per ogni socio indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute (...)la società deve assicurare agli azionisti in ogni momento la possibilità di convertire le azioni di una categoria in azioni dell'altra (...)”Ciò è quanto disposto dal 3° comma del decreto legislativo 84/92

²⁸L'espressione “nominativa o al portatore” indica un diverso regime di circolazione dell'azione infatti nel caso di azioni al portatore il trasferimento avviene con la consegna del titolo, cioè, è il possessore che è legittimato ad esercitare i diritti derivanti dal titolo senza necessità di ulteriori qualificazioni; nelle azioni nominative, per acquistare la legittimazione ad esercitare i diritti derivanti dai titoli stessi è necessaria la doppia annotazione, sul titolo e sul libro dell'emittente. Questo è previsto dall'art. 2355 c.c. , “Circolazione delle azioni”: 1 Nel caso di mancata emissione dei titoli azionari il trasferimento delle azioni ha effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci.2 Le azioni al portatore si trasferiscono con la consegna del titolo.3 Il trasferimento delle azioni nominative si opera mediante girata autenticata da un notaio o da altro soggetto secondo quanto previsto dalle leggi speciali. Il giratario che si dimostra possessore in base a una serie continua di girate ha diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci, ed è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali; resta salvo l'obbligo della società, previsto dalle leggi speciali, di aggiornare il libro dei soci.4 Il trasferimento delle azioni nominative con mezzo diverso dalla girata si opera a norma dell'articolo 2022.

²⁹La differenza relativa al conferimento del diritto di voto delle due tipologie di azioni è espressa anzitutto dal 4° comma, art. 45 Tuf, il quale dispone che “Le azioni della Sicav possono essere nominative o al portatore a scelta del sottoscrittore. Le azioni al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute”.

Lo stesso principio era già previsto dall'art. 4 del d.lg. 84/92 ; Azioni ,Comma 3° :le azioni della SICAV possono essere nominative o al portatore a scelta del sottoscrittore ed attribuiscono uguali diritti patrimoniali . Ognuna delle prime attribuisce un diritto di voto che può essere esercitato nei limiti di cui all'art. 5 comma 7 ; le seconde attribuiscono un solo voto per ogni socio indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute. La società deve assicurare agli azionisti in ogni momento la possibilità di convertire le azioni di una categoria in azioni dell'altra.

dal numero di azioni possedute, secondo le regole tipiche del sistema cooperativo³⁰.

La distinzione relativa alla legge di circolazione non può ritenersi sufficiente ad individuare categorie di azioni, in quanto l'articolo 2348, comma 2° c.c. fonda il concetto di "categoria" sulla diversità dei diritti incorporati. È nota, sotto questo profilo, la distinzione tra "categorie" di azioni e "tipi" di azioni: le prime si caratterizzano per la diversità dei diritti incorporati nel titolo, i secondi per particolarità esteriori delle azioni, come quelle legate alla diversa disciplina di circolazione.

In verità, secondo una parte minoritaria della dottrina, la circostanza che le due tipologie di azioni si differenzino anche in ordine alla conformazione del diritto di voto giustificherebbe il ricorso al paradigma della "categoria": questa tesi sembra appoggiata dal tenore letterale della Relazione governativa di accompagnamento al d.lgs. 84/92, nella quale ci si esprime in termini di "categoria" di azioni.

Sembra tuttavia più corretta la tesi sostenuta dalla maggior parte della dottrina che vede le diverse azioni, quelle nominative e quelle al portatore, come due "tipi" di azioni. Anzitutto, depone a favore di

³⁰ G.E.COLOMBO, G.B.PORTALE, *Le società di investimento a capital variabile*, capitolo 2, La posizione dei soci, Divieto di emissione di azioni di categorie diverse. Azioni al portatore e azioni nominative: non costituiscono categorie in senso proprio, cit., p.190

questa tesi l'inapplicabilità degli artt. 2348³¹, comma 2° e 3°, e 2376 c.c., prevista dall'art. 45, comma 7°, Tuf.

Nella SICAV vi è poi da considerare che non c'è spazio per la disciplina prevista dall'art. 2376³² c.c., in quanto i diritti di voto attribuiti dalle due tipologie di azioni della SICAV sono definiti dalla legge, risultando così non ipotizzabile un problema di tutela della "categoria" nei confronti di modifiche, da parte della società, dei diritti riconosciuti alla stessa.

L'art. 45, comma 4°, Tuf prevede che "le azioni della SICAV possono essere nominative o al portatore a scelta del sottoscrittore": si tratta di una scelta spettante al sottoscrittore che non lo vincola in modo permanente ma solo per il tempo dallo stesso voluto, potendo le azioni al portatore essere convertite in qualunque momento in nominative e viceversa³³.

Si può osservare che, con la distinzione tra azioni nominative e azioni al portatore, il legislatore ha tenuto in considerazione che non tutti i soggetti che ricorrono all'investimento collettivo sono interessati nello

³¹Nello statuto delle società per azioni può essere prevista la creazione di diverse categorie di azioni, fornite di diritti diversi. Tutte le azioni appartenenti alla stessa categoria, peraltro, devono conferire eguali diritti...(art.2348 c.c.) G.AULETTA, N.SALANITRO, *La società per azioni*, op.,cit.,p.103.

³² Se le deliberazioni dell'assemblea generale pregiudicano i diritti di una categoria di azioni o di altri strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi nella società, esse devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata.(art. 2376 , comma 1°c.c.). G.AULETTA, N.SALANITRO, *La società per azioni*, op., cit., p.113.

³³ F.VELLA, *Commentario T.U.F. decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Torino: Giappichelli, 2012, capo III, Società di investimento a capitale variabile, articolo 45, capitale e azioni. p. 490.

stesso modo ed in egual misura ad esercitare i poteri nella gestione della SICAV.

Nell'impresa azionaria si individuano tradizionalmente due diverse tipologie di soci: il socio-risparmiatore e il socio-gestore. Nello specifico contesto delle SICAV il socio-risparmiatore è sottoscrittore di azioni al portatore e non soggetto agli oneri di trasparenza in quanto non influisce concretamente sui fatti sociali. Il socio-gestore invece è un soggetto interessato all'esercizio di diritti amministrativi nella società; e per questo motivo sottoscrive azioni nominative, sottoponendosi così alle norme di controllo in materia di trasparenza.

Il legislatore ritiene poi necessario rendere inapplicabili per le SICAV anche gli artt. 2349 c.c.³⁴, il quale disciplina le azioni a favore di prestatori di lavoro, 2351 c.c.³⁵, nel quale si prevede che lo statuto possa regolare la creazione di azioni senza diritto di voto, azioni

³⁴ L'art 2349 c.c. prevede l'emissione, se contemplata dallo statuto, sia di azioni sia di strumenti finanziari, tanto della società quanto delle controllate, a favore dei loro dipendenti per stimolare l'interessamento alle vicende dell'impresa. In effetti nel primo comma dell'art. 2349 è previsto che se lo statuto lo prevede, l'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti delle società o di società controllate mediante l'emissione, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, di speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti. Il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente.

³⁵ Il diritto di voto nelle società per azioni è regolato dall'art. 2351 c.c. rubricato appunto "Diritto di voto". Questo stabilisce che ogni azione attribuisce il diritto di voto, salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale. L'art, stabilisce infine, che lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti. Non possono inoltre emettersi azioni a voto plurimo.

privilegiate e azioni con voto limitato, e 2353 c.c.³⁶ che regola le azioni di godimento. Il fatto che le azioni di godimento siano inammissibili si giustifica, da una parte, in ragione della continua uguaglianza tra capitale e patrimonio netto, e dall'altra, per la possibilità che hanno i soci-investitori di richiedere il disinvestimento in qualsiasi momento con conseguente rimborso del valore reale delle azioni. Vengono esplicitamente escluse, nel comma successivo, anche le azioni di risparmio³⁷.

Il 7° comma dell'art. 45, Tuf dichiara l'inapplicabilità alla SICAV del comma 3° dell'art 2355-*bis* c.c.³⁸: quindi si preclude la possibilità di limitare la circolazione delle azioni di SICAV. Questa è la conseguenza del fatto che le azioni della SICAV vengono offerte al

³⁶ Un'altra categoria è quella dei titolari delle azioni di godimento riservate ai soci i cui titoli siano stati rimborsati (art. 2352 c.c.). In effetti, a seguito di questa operazione, tali soci sono usciti dalla società, con l'attribuzione della quota di liquidazione determinata sul valore nominale e non su quello reale; potrebbero, dunque, subire, un pregiudizio se il valore reale risultasse superiore. Vi si può allora, ovviare con l'assegnazione di azioni di godimento che permettono di partecipare alla distribuzione degli utili futuri, ancorchè con postergazione rispetto alle altre categorie di soci. Alle azioni di godimento è negato il diritto di voto (art. 2353 c.c.); non parrebbero, invece, private degli altri diritti amministrativi. S. PESCATORE, *Impresa societaria a base capitalistica. Costituzione della s.p.a., in Istituzioni di Diritto Commerciale*, a cura di V. BUONOCORE, cit., p.164.

³⁷ Queste azioni sono regolate nella sezione IV del Tuf, Azioni di risparmio ed altre categorie di azioni, Artt. 145-147.

³⁸ E' riconosciuta, se le azioni sono nominative, l'ammissibilità di limiti convenzionali inseriti nello statuto, che può addirittura vietarne il trasferimento sino a cinque anni dalla costituzione della società (art. 2555-bis c.c.); si può anche limitare la circolazione delle azioni nominative senza limiti di tempo a particolari condizioni; ad es. introducendo nello statuto clausole di gradimento, per le quali l'alienazione delle azioni è subordinata all'approvazione di un organo sociale, oppure a clausole di prelazione per cui, in caso di trasferimento di azioni, ai terzi vengono anteposti gli altri soci, preferiti nell'acquisto a parità di condizioni. Sono ammissibili anche le clausole di mero gradimento, nelle quali la preferenza è affidata esclusivamente al giudizio assolutamente discrezionale degli organi sociali o di altri soci (art. 2355-bis, comma 2° c.c.). Le clausole statutarie che vietano o limitano la circolazione delle azioni, devono risultare dal titolo: in mancanza, esse non sono opponibili all'acquirente (art. 2355-bis comma 3° c.c.). G.AULETTA, N.SALANITRO, *La società per azioni*, op., cit., p.107.

pubblico per l'attività di raccolta del risparmio: sarebbe dunque contraddittorio configurare delle limitazioni alla loro circolazione basate sulle caratteristiche del socio e dell'assetto societario.

La medesima *ratio* consente di spiegare l'impossibilità per i soci della SICAV di esercitare il diritto di opzione, data l'inapplicabilità dell'art. 2441 c.c., espressamente escluso dall'art. 45, 2° comma, Tuf. In effetti sarebbe difficile conciliare il diritto di opzione del socio con il principio della "porta aperta" che caratterizza queste società.³⁹

Il mancato riconoscimento del diritto di opzione agli azionisti delle SICAV si giustifica anche in ragione della coincidenza di capitale e patrimonio, che finisce per privare l'opzione di autonomo valore economico. La particolare struttura della SICAV determina un'insensibilità dell'organizzazione societaria nei confronti dei singoli soci tale da rendere ingiustificate misure che hanno l'obiettivo di garantire la posizione del socio all'interno dell'organizzazione stessa.

E' rilevante osservare che l'art. 45, 6° comma, Tuf stabilisce che è consentito allo statuto di SICAV porre dei limiti all'emissione e dei particolari vincoli di trasferibilità alle azioni nominative. La ragione per la quale i limiti alla emissione e alla circolazione possono essere posti esclusivamente alle azioni nominative e non alle azioni al portatore è evidente: queste ultime attribuiscono al socio solamente un voto indipendentemente del numero di azioni in possesso, mentre per

³⁹ G.E.COLOMBO, G.B.PORTALE *Trattato delle spa*, Volo VII, Utet; *Le società di investimento a capitale variabile*, capitolo 2, la posizione dei soci, divieto di emissione di azioni di categorie diverse. Azioni al portatore e azioni nominative: non costituiscono categorie in senso proprio, p. 185.

quelle nominative, che attribuiscono un voto per ogni azione posseduta, possono prospettarsi posizioni dominanti o di controllo, difficilmente compatibili con la figura del socio-investitore e con la caratteristica dell'azionariato diffuso tipica della SICAV .

Le clausole statutarie limitative ammissibili sono quelle “di gradimento”, le quali individuano caratteristiche specifiche cui è subordinato l'acquisto dei diritti sociali (come ad esempio l'appartenenza ad una particolare categoria professionale di eventuali soci), in modo da mantenere e garantire un nucleo di comando e di conseguenza un certo indirizzo nella gestione della SICAV. Al contrario, non sono ammissibili le clausole cosiddette “di prelazione“, poiché inconciliabili con la struttura della SICAV come società aperta e con la continua entrata e uscita di soci-investitori ⁴⁰.

La SICAV va incontro al divieto di emettere obbligazioni e azioni di risparmio, e di acquistare o comunque detenere, azioni proprie; questi divieti sono previsti dall'ultimo comma dell'art. 45, Tuf e lo erano già nell'art. 4, comma 2° e 4° del decreto legislativo 84/92 ⁴¹.

Per quanto riguarda l'impossibilità per la SICAV di emettere obbligazioni, la *ratio* è da individuarsi nel fatto che il capitale-patrimonio della società svolge una funzione di garanzia nei confronti dei soci, i quali diventano quindi creditori della società e possono

⁴⁰ EDUARDO ZAMPELLA, Commento all'articolo 45, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p. 403.

⁴¹ Già l'art. 4 del d.lg. 84/92 disponeva il divieto per la SICAV di emettere obbligazioni e azioni di risparmio di cui all'art. 14, della legge 7 giugno 1974, n. 216, comma 4°: La SICAV non può acquistare e comunque detenere azioni proprie.

richiedere il rimborso delle azioni in qualsiasi momento per soddisfare il loro credito. Inoltre dare la possibilità di emettere obbligazioni porterebbe a una differenziazione negli investimenti non coerente con il criterio di uniformità degli stessi desumibile dall'impossibilità di emettere diverse categorie di azioni (in virtù della dichiarata inapplicabilità dell'art. 2348 , comma 2° c.c.)⁴².

Per quanto riguarda le azioni proprie, il TUF nel "riaffermare il carattere esclusivo dei procedimenti di emissione e rimborso", ne vieta la presenza, peraltro distinguendo tra acquisto e detenzione delle stesse da parte della società ⁴³.

La caratteristica della coincidenza tra il capitale ed il patrimonio è in contrasto con la disciplina codicistica prevista per le azioni proprie.

Il divieto di acquisto trova giustificazione nell'impossibilità generale di costituzione di riserve mentre l'art. 2357-ter, c.c., al 3° comma prevede che debba essere costituita e mantenuta una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni proprie iscritto all'attivo del bilancio, fino al trasferimento o all'annullamento di queste. Inoltre, l'eventuale operazione di acquisto di azioni proprie da parte della SICAV, di per sé considerata, non potrebbe non considerarsi

⁴² Il 2° comma dell'art. 2348 dispone che si possa tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie..

⁴³ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile: Commento al d.lg.25 gennaio 1992 n. 84* , commento all'articolo 4, cit., p. 53 .

M.FRATINI, G.GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Utet giuridica, 2012, commento all'articolo 45, cit., p. 673.

equivalente ad un loro rimborso; poco senso avrebbe pertanto, in quanto tale, con riferimento ad un assetto di interessi per cui è tipica la possibilità di ottenere il rimborso stesso delle azioni in ogni momento⁴⁴. Infatti ai soci-risparmiatori non potrebbero essere offerte le azioni proprie che sono state acquistate dalla SICAV, possono solo essere offerte azioni nuove periodicamente emesse.

Più complessa è la *ratio* del divieto di detenere azioni proprie, che, in un primo momento, sembra implicito nel divieto di acquisizione da parte della SICAV di azioni proprie. Occorre tuttavia dare un senso alla norma: e, in questa direzione, si può pensare che il legislatore abbia fatto riferimento ad acquisti “indotti”, acquisti cioè che derivano dalle operazioni individuate dall’articolo 2357-*bis* c.c. come “casi speciali di acquisto delle proprie azioni”: successione universale, fusione e, al limite, esecuzione forzata. Tutte operazioni, queste, che non possono ritenersi proibite solo perché possono produrre anche l’effetto secondario dell’acquisto di proprie azioni⁴⁵.

La conseguenza necessaria sarà quella che, una volta che la società ha effettuato una delle suddette operazioni, dovrà procedere

⁴⁴ “Non essendoci riserve, l’acquisto di azioni proprie ne determina necessariamente l’estinzione. Il che, appunto, avviene già con il rimborso continuo” cfr. P.MARCHETTI, *Appunti sulle sicav*, cit, p.737.

⁴⁵ G.E.COLOMBO, G.B.PORTALE, *Le società di investimento a capitale variabile*, capitolo 2, la posizione dei soci ,divieto di emissione di azioni di categorie diverse. Azioni al portatore e azioni nominative :non costituiscono categorie in senso proprio, in *Trattato delle spa*, Vol. VII, Utet, p. 187.; *Le società di investimento a capitale variabile*, capitolo 2, la posizione dei soci ,divieto di emissione di azioni di categorie diverse. Azioni al portatore e azioni nominative: non costituiscono categorie in senso proprio.

immediatamente all'annullamento delle azioni proprie "in portafoglio".

5. L'organizzazione corporativa nella SICAV.

5.1. L'assemblea nelle s.p.a. di diritto comune.

L'assemblea è l'organo composto dalle persone dei soci che ha la funzione di "coagulare" la volontà della società per quanto riguarda le materie riservate alla sua competenza, attribuitegli dalla legge o – nei limiti in cui ciò sia possibile – dall'atto costitutivo.

Nelle s.p.a. di diritto comune, si distingue l'*assemblea ordinaria* da quella *straordinaria*⁴⁶. L'assemblea ordinaria, in prima convocazione,

⁴⁶ L'art. 2363, comma 2° c.c. dispone che l'assemblea è ordinaria e straordinaria; l'assemblea dei soci è sempre la stessa, non si tratta cioè di due organi distinti. L'assemblea ordinaria e l'assemblea straordinaria si differenziano in base alle relative competenze in ordine alle materie da trattare.

Per quanto riguarda l'assemblea ordinaria si distinguono due casi. Nel primo caso, regolato dall'art. 2364 c.c., si tratta di società prive del consiglio di sorveglianza e la competenza dell'assemblea ordinaria è fissata secondo il seguente elenco di materie: 1) approvazione del bilancio, nomina e revoca gli amministratori; 2) nomina i sindaci e il presidente del collegio sindacale e, quando previsto, il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti; 3) determinazioni del compenso degli amministratori e dei sindaci, se non è stabilito dallo statuto; 4) deliberazioni sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci; 5) deliberazioni sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea, nonché sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti; 6) approvazione dell'eventuale regolamento dei lavori assembleari. Il secondo caso, è dedicato a società che adottano il sistema dualistico, quindi dove è prevista la presenza del consiglio di sorveglianza (art. 2364-bis); in tale sistema la competenza dell'assemblea ordinaria riguarda: 1) nomina e revoca i consiglieri di sorveglianza; 2) determina il compenso ad essi spettante, se non è stabilito nello statuto; 3) delibera sulla responsabilità dei consiglieri di sorveglianza; 4) delibera sulla distribuzione degli utili; 5) nomina il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti.

è regolarmente costituita con la presenza di un numero di soci che rappresentano almeno la metà del capitale sociale⁴⁷, e delibera a maggioranza assoluta del capitale presente o rappresentato.

In seconda convocazione, l'art. 2369, comma 2°, c.c. non prevede nessun *quorum* costitutivo, e l'assemblea ordinaria delibera se ricorre il voto favorevole della maggioranza delle azioni intervenute in assemblea.

L'assemblea straordinaria (che, in prima convocazione, va incontro ad una disciplina differenziata a seconda della diffusione dell'azionariato⁴⁸), in seconda convocazione necessita della presenza di oltre un terzo del capitale e delibera con il voto favorevole di almeno due terzi dei presenti, salvo che lo statuto preveda maggioranze più elevate (art. 2369, commi 3° e 4°, c.c.). Resta

Indipendenti dal modello societario sono le competenze dell'assemblea straordinaria: ad essa compete la delibera sulle modificazioni dello statuto, sulla nomina, sulla sostituzione e sui poteri dei liquidatori e su ogni altra materia espressamente attribuita dalla legge alla sua competenza.(art 2365 c.c.).

⁴⁷ L'assemblea ordinaria è regolarmente costituita con l'intervento di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale, escluse dal computo le azioni prive del diritto di voto nell'assemblea medesima. Essa delibera a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto richieda una maggioranza più elevata. Per la nomina alle cariche sociali lo statuto può stabilire norme particolari. (art. 2368 comma 1° c.c.).

⁴⁸ Per quanto attiene l'assemblea straordinaria, in prima convocazione, occorre distinguere la situazione in cui la società non fa ricorso al mercato del capital di rischio (c.d. "società chiuse") dalla situazione nella quale le società fanno invece ricorso al mercato del capital di rischio (c.d. "società aperte").Nel primo caso, il quorum costitutivo è uguale a quello deliberativo e l'assemblea delibera con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale con diritto di voto. Nell'altro caso il quorum costitutivo deve essere pari alla metà del capital sociale, mentre quello deliberativo deve essere pari a due terzi del capital rappresentato in assemblea. (Art. 2368,comma 2°).

peraltro salva, a partire dal 2003, la previsione di convocazioni successive alla seconda con *quorum* ulteriormente abbattuti⁴⁹.

Vi sono poi alcune deliberazioni che richiedono per legge una maggioranza più elevata (almeno un terzo del capitale anche in seconda convocazione), ma soltanto per le società che non fanno ricorso al capitale di rischio: segnatamente si tratta delle deliberazioni concernenti il cambiamento dell'oggetto sociale, la trasformazione della società, lo scioglimento anticipato, la proroga della società, la revoca dello stato di liquidazione, il trasferimento della sede sociale all'estero e l'emissione di azioni *ex art. 2351 c.c.*

L'assemblea deve essere convocata nel comune dove ha sede la società, a meno che lo statuto non abbia disposto diversamente⁵⁰ e alla convocazione si procede mediante avviso da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica, almeno quindici giorni prima della data fissata per l'adunanza; tale avviso deve contenere l'indicazione del giorno, dell'ora e del luogo dove si terrà l'assemblea, oltreché le materie che verranno trattate in questa sede⁵¹.

⁴⁹ Per quanto riguarda le convocazioni successive alla seconda nell'ultimo comma dell'art. 2369 c.c. si prevede, infatti, che nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'assemblea straordinaria è costituita, nelle convocazioni successive alla seconda, con la presenza di tanti soci che rappresentino almeno un quinto del capitale sociale, salvo che lo statuto non richieda una quota di capitale più elevata.

⁵⁰ L'assemblea è convocata dagli amministratori nel comune dove ha sede la società, se lo statuto non dispone diversamente.(art. 2363, comma 1°).

⁵¹ La convocazione dell'assemblea compete agli amministratori o al consiglio di gestione; vi provvedono con il relativo avviso che deve indicare il giorno, l'ora, il luogo dell'adunanza e l'elenco delle materie da trattare; va pubblicato nella Gazzetta Ufficiale o in almeno un quotidiano indicato nello statuto, almeno 15 giorni prima di quello fissato per la riunione (art. 2366, comma 1° e 2°, c.c.) S. PESCATORE,

5.2. L'assemblea nella SICAV.

Le divaricazioni rispetto alla disciplina di diritto comune, correlate alla natura di *public company* di una società il cui oggetto sociale esclusivo è dato dalla raccolta e gestione del risparmio collettivo, investono anche l'organizzazione corporativa. Emerge così nelle SICAV una disciplina dell'assemblea che riprende spunti già presenti nelle norme sulle cooperative⁵².

In ragione del possibile assenteismo incoraggiato dal fatto che il legislatore avesse, nella SICAV, attribuito il voto al risparmiatore in misura estremamente limitata, già il decreto legislativo 84/92 aveva individuato delle soluzioni per garantire la formazione della volontà assembleare attraverso lo snellimento del relativo procedimento: in particolare agendo sui *quorum*, sulle modalità di esprimere il voto e sui modi di diffusione dell'avviso di convocazione.

Tale disciplina è ad oggi contenuta nell'art. 46 Tuf.

Nella SICAV sono soppressi i *quorum* costitutivi per l'assemblea ordinaria ma anche per quella straordinaria di seconda convocazione⁵³; si ritiene, peraltro, implicitamente soppressa la seconda convocazione per l'assemblea ordinaria.

Impresa societaria a base capitalistica. Costituzione della s.p.a., in *Istituzioni di Diritto Commerciale*, a cura di V.BUONOCORE, cit., p.173.

⁵² P.MARCHETTI, Appunti sulle SICAV cit., p. 740.

⁵³ L'assemblea delle SICAV è regolata dall'art. 46 Tuf, il quale prevede che sia l'assemblea ordinaria che l'assemblea straordinaria in seconda convocazione siano

Nulla si dice sui *quorum* deliberativi, che si ritiene debbano essere determinati secondo le regole previste per le società per azioni di diritto comune: in realtà, è sufficiente far riferimento più generale al diritto delle formazioni associative, secondo cui l'assemblea delibera a maggioranza assoluta degli intervenuti a meno che lo statuto non preveda una maggioranza più elevata.⁵⁴

Inoltre non è stata eliminata la facoltà (di cui all'art. 2368 c.c., comma 1° ultimo periodo) di stabilire "norme particolari", ovvero sistemi proporzionali o maggioritari variamente corretti, attraverso il voto di lista o gli altri criteri elaborati dalla prassi, per la nomina delle cariche sociali⁵⁵.

Rispetto a quanto disposto all'articolo 2366 del c.c.⁵⁶, l'avviso di convocazione per l'assemblea deve essere pubblicato non solo sulla

regolarmente costituite e possano validamente deliberare qualunque sia la parte del capitale sociale intervenuta. Già la previgente disciplina affermava che l'assemblea ordinaria della SICAV è regolarmente costituita e può validamente deliberare qualunque sia la parte del capitale sociale intervenuta così come l'assemblea straordinaria in seconda convocazione. (art. 5 d.lg. 84/92)

⁵⁴ Il codice civile in tema di associazioni, nell'art. 21 disciplina le deliberazioni assembleari affermando che le deliberazioni dell'assemblea sono prese a maggioranza di voti e con la presenza di almeno la metà degli associati. In seconda convocazione la deliberazione è valida qualunque sia il numero degli intervenuti. Nelle deliberazioni di approvazione del bilancio e in quelle che riguardano la loro responsabilità gli amministratori non hanno voto. Inoltre per modificare l'atto costitutivo e lo statuto, se in essi non è altrimenti disposto, occorrono la presenza di almeno tre quarti degli associati e il voto favorevole della maggioranza dei presenti. Infine per deliberare lo scioglimento dell'associazione e la devoluzione del patrimonio occorre il voto favorevole di almeno tre quarti degli associati.

⁵⁵ P. MARCHETTI, *Appunti sulle sicav*, cit. p. 741.

L'assemblea ordinaria è regolarmente costituita con la presenza di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale, escluse dal computo le azioni prive del diritto di voto; delibera a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto richieda una maggioranza più elevata; può altresì stabilire norme particolari. (art. 2388, comma 1° c.c.).

⁵⁶ Già è stato detto che l'avviso di convocazione deve essere pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica o in almeno un quotidiano indicato nello statuto almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea se i quotidiani indicati

Gazzetta Ufficiale, ma anche sui quotidiani previsti dallo statuto, nei quali dev'essere indicato anche il valore del patrimonio complessivo della società ed il valore unitario delle azioni. Inoltre il termine fissato per la pubblicazione dello stesso avviso, è stato allungato a trenta giorni prima dalla data di riunione in luogo dei quindici previsti dalla norma del codice ⁵⁷.

Questa soluzione incentiva la presenza in assemblea, nonostante la naturale frammentazione dell'azionariato, l'esiguità delle quote percentuali detenute dai singoli soci e l'attribuzione di un diritto amministrativo quasi simbolico (in conseguenza della regola del voto per teste per i titolari di azioni al portatore) ⁵⁸.

L'integrazione dei canali di diffusione ordinari rispetto alla normale procedura prevista per le società per azioni *ex art. 2366 c.c.* la previsione di uno strumento di informazione facilmente accessibile sono dunque conseguenze del particolare oggetto sociale della SICAV e dell'esistenza di un azionariato diffuso. Sempre nella medesima prospettiva dev'essere inquadrato l'innalzamento del termine di pubblicazione portato dai quindici ai trenta giorni prima della riunione: si consente così ad un azionariato frammentato di decidere

nello statuto hanno cessato le pubblicazioni, l'avviso deve essere pubblicato nella Gazzetta Ufficiale.

⁵⁷ L'avviso che le società per azioni ai sensi dell'articolo 2366, comma 2° c.c., devono pubblicare sulla Gazzetta Ufficiale, per le SICAV si prevede che debba essere pubblicato anche sui quotidiani, indicati nello statuto, in cui viene pubblicato il valore patrimoniale della società e il valore unitario delle azioni; il termine di 15 giorni indicato nello stesso articolo 2366, comma 2, è fissato per le SICAV in trenta giorni.

⁵⁸ F.VELLA, *Commentario T.U.F. decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Torino: Giappichelli, 2012, capo III, *Società di investimento a capitale variabile*, articolo 45, capitale e azioni., p. 489.

con maggiore consapevolezza se partecipare o meno all'assemblea societaria.⁵⁹

Per le SICAV è stato promosso un ulteriore strumento per incentivare la partecipazione dei soci nelle decisioni sociali: si dà la possibilità agli stessi soci di partecipare attraverso interventi a distanza, ed eliminando così i vari costi e disagi legati alla presenza fisica in assemblea. Questo strumento rappresenta forse l'innovazione di maggior peso nell'ambito in questione ed è il voto per corrispondenza. Fino all'entrata in vigore del d.lgs. 84/92, il voto per corrispondenza era confinato esclusivamente al fenomeno delle società cooperative⁶⁰: e non è un caso che il legislatore abbia ripreso la norma dettata in tema di cooperative, tenendo conto della necessità di una previa informazione dei soci e imponendo così l'inserimento per esteso della deliberazione proposta all'interno dell'avviso di convocazione⁶¹.

Giova tuttavia evidenziare che la SICAV può fare ricorso al voto per corrispondenza solo se tale possibilità è stata prevista nello statuto della società.

Al contempo, si prevede che l'azionista debba esprimere la sua volontà mediante schede predisposte dalla società, le quali devono pervenire alla SICAV entro le ventiquattro ore del terzo giorno che

⁵⁹ F. VELLA, *Società di investimento a capitale variabile*, cit. p.489.

⁶⁰ Art. 17 Tuf : Voto per corrispondenza o in via elettronica: La Consob stabilisce con regolamento le modalità di esercizio del voto e di svolgimento dell'assemblea nei casi previsti dall'articolo 2370, comma quarto, del codice civile.

⁶¹ Il Regolamento del Ministro del Tesoro 26.3.1999, n. 139 provvede a specificare nel dettaglio le modalità operative dell'assemblea delle società di investimento a capitale variabile. M.FRATINI, G..GASPARRI, *Il testo unico della finanza* cit., p.676.

precede la riunione assembleare⁶²: e il voto può essere revocato entro le ventiquattro ore del secondo giorno che precede la riunione⁶³. Le norme suddette hanno carattere imperativo, con la conseguenza che la definizione della procedura di votazione è sottratta – nell’interesse dei soci-risparmiatori – all’autonomia decisionale degli amministratori.

Il regolamento di attuazione dell'art. 46, comma 2°, Tuf prevede che i soci-azionisti della SICAV che intendono esercitare il voto per corrispondenza debbano depositare le azioni – ai sensi dell’art. 2370 c.c. – presso uno dei soggetti indicati nell’avviso di convocazione assembleare, i quali rilasciano agli stessi soci le schede che devono garantire la segretezza del voto fino all’inizio delle operazioni di scrutinio e contenere gli estremi della riunione assembleare e delle proposte di delibera e gli appositi spazi per la manifestazione del voto su ciascuna delle proposte nonché per la sottoscrizione⁶⁴.

⁶² Ai fini dell’esercizio del voto per corrispondenza e della determinazione dei quorum costitutivi, ove previsti, si tiene conto delle schede e delle attestazioni o certificate pervenute alla SICAV entro le 24 ore del terzo giorno che precede la riunione assembleare. Questo è quanto disposto dall’art. 4, Esercizio di voto; comma 2 del Decreto 26 marzo 1999, n. 139; “Regolamento recante norme di attuazione dell’art. 46, comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, concernente le modalità operative per l’esercizio del diritto di voto per corrispondenza nelle assemblee delle società di investimento a capital variabile”.

⁶³ Il voto può essere revocato mediante dichiarazione espressa pervenuta alla SICAV almeno entro le ore 24 del secondo giorno che precede la riunione assembleare. Tale disposizione è sempre esposta dall’art. 4 del decreto. Regolamento recante norme di attuazione dell’articolo 46, comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente le modalità operative per l’esercizio del diritto di voto per corrispondenza nelle assemblee delle società di investimento a capitale variabile (Adottato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica con decreto del 26 marzo 1999, n. 139).

⁶⁴ La scheda di voto è predisposta dalla SICAV in modo da garantire la segretezza del voto fino all’inizio delle operazioni di scrutinio; essa contiene l’indicazione degli estremi della riunione assembleare e delle proposte di delibera, appositi spazi per la manifestazione del voto su ciascuna delle proposte e la sottoscrizione. 2. La SICAV rilascia, direttamente o tramite i soggetti indicati nell’avviso di convocazione assembleare, la scheda di voto ai soci che ne facciano richiesta. La SICAV rilascia

Se la delibera votata in sede di assemblea non è conforme a quella contenuta nell'avviso di convocazione, il voto espresso dai soci per corrispondenza non viene tenuto in considerazione ai fini del computo del *quorum* deliberativo: ma le relative azioni relative sono valutate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea straordinaria, ostacolando di conseguenza l'adozione della delibera⁶⁵.

Se le delibere adottate in sede di assemblea straordinaria portano ad una modifica dell'atto costitutivo possono essere iscritte nel Registro delle Imprese solo dopo l'approvazione da parte della Banca d'Italia che, come previsto dall'art. 47 Tuf, si intende tacitamente concessa se decorrono novanta giorni dalla presentazione della domanda e nel frattempo non sia adottato un provvedimento di diniego.⁶⁶

contestualmente la scheda per l'esercizio del voto nel caso previsto dall'art. 6. Ciò lo esplica chiaramente la norma n.3 del regolamento recante norme di attuazione dell'articolo 46, comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente le modalità operative per l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza nelle assemblee delle società di investimento a capitale variabile(Adottato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica con decreto del 26 marzo 1999, n. 139).

⁶⁵ Se si verifica una modifica ovvero una integrazione delle proposte, l'azionista che ha espresso la propria volontà attraverso il voto per corrispondenza, può astenersi, esprimere voto contrario oppure può aderire al nuovo testo delle deliberazioni entro dieci giorni. Qualora l'esito della votazione non muti, sebbene si modifichi il numero delle astensioni e dei voti favorevoli o contrari, la proposta si ritiene approvata o respinta nel momento in cui si è conclusa la votazione da parte dei soci presenti in assemblea; nel caso in cui invece, il risultato della votazione ha subito una modifica allora la proposta di delibera si intende approvata o respinta solo il giorno successivo alla scadenza di tale termine e si procede ex novo alla pubblicazione del nuovo esito della delibera. ART 46 del TUF ; Assemblea ,Comma 2 : (...)Non si tiene conto del voto in tal modo espresso se la delibera sottoposta a votazione dall'assemblea non è conforme a quella contenuta nell'avviso di convocazione, ma le azioni relative sono computate ai fini della regolare costituzione dell' assemblea straordinaria (...).

⁶⁶ Il reg. Banca d'Italia 14-4-2005, Tit. III, Cap. III, par. 3 a seguito della modifica introdotta dal provvedimento 27-2-2008, ha limitato il termine in esame a novanta giorni.

Rispetto alla previgente disciplina in tema di procedimento assembleare della SICAV, si registra una forte semplificazione: non rileva più, infatti, la data di acquisto delle azioni nominative ai fini dell'attribuzione del diritto di voto; e non sono più presenti le previsioni volte a consentire all'Autorità di vigilanza di controllare preventivamente i soggetti in possesso di partecipazioni qualificate attraverso l'imposizione di obblighi di comunicazione a carico degli stessi, la cui inosservanza era in passato sanzionata con la sospensione del voto in assemblea e la conseguente invalidità delle deliberazioni nondimeno assunte in caso di superamento della cosiddetta prova di resistenza.⁶⁷

In materia di pubblicità delle delibere assunte dall'assemblea è previsto un articolato sistema: in linea con le modalità di pubblicazione dell'avviso di convocazione la SICAV ha l'obbligo di pubblicare, entro dieci giorni dalla delibera, l'esito della stessa sui quotidiani elencati al secondo comma dell'art. 46, Tuf. Inoltre una copia della delibera deve essere affissa negli stessi luoghi dove è stato affisso l'avviso della convocazione nei trenta giorni precedenti l'adunanza assembleare, ovvero nella sede della SICAV, dei soggetti abilitati ad attestare l'avvenuto deposito delle azioni a norma

⁶⁷ LUCIA PICARDI, *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, Torino: UTET, 2002, p. 415.

dell'articolo 2 e nelle loro succursali, nonché presso la banca depositaria⁶⁸.

Da uno sguardo generale alla disciplina propria delle SICAV emerge la sottrazione all'organo assembleare di rilevanti competenze deliberative, sia riguardanti l'organizzazione interna della società sia relative all'esercizio dell'attività sociale. Ad esempio non è sottoposta alle deliberazioni dell'assemblea la distribuzione totale o parziale dei proventi in conformità ai criteri stabiliti dallo statuto: è tuttavia possibile prevedere in via statutaria che sia l'assemblea a prendere decisioni relative alla distribuzione dei risultati reddituali della gestione sottoponendoli all'ordinario regime di destinazione degli utili⁶⁹.

La particolare struttura delle SICAV e la disapplicazione di quasi tutta la disciplina del codice civile in materia di capitale sociale fa sì che operazioni giuridicamente destinate ad incidere sulle poste in bilancio, la cui disponibilità è di regola riservata all'assemblea, in questo caso non formano oggetto di deliberazione assembleare⁷⁰.

La disciplina prevista dal codice civile per le s.p.a. in tema di assemblea dei soci permane nelle SICAV seppur con i vari

⁶⁸ LUCIA PICARDI, *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, Torino: UTET, 2002, p. 413

Art. 5, d.m. 139/1999: Pubblicazione dell'avviso di convocazione e dell'esito della delibera; Comma 2: La SICAV provvede a pubblicare l'esito della delibera sui quotidiani di cui al citato articolo 46, comma 3, entro dieci giorni dalla delibera; Comma 4: Copia della delibera adottata deve essere affissa negli stessi luoghi indicati al comma 1 e negli stessi termini di cui al comma 2.

⁶⁹ Regolamento di Banca d'Italia, 1-7-1998, cap IV, sez I.

⁷⁰ LUCIA PICARDI, *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p.406.

adattamenti necessari rispetto alle caratteristiche di queste società: segnatamente, si fa riferimento alle competenze attribuite all'assemblea dagli artt. 2364 e 2365 c.c., rispettivamente in sede ordinaria e straordinaria. L'assemblea ordinaria in particolare ha il potere di nominare e revocare gli amministratori, salvo i primi amministratori della società che sono nominati nell'atto costitutivo. Tuttavia, se da un lato, non si riscontrano deroghe al diritto societario comune per quanto riguarda il procedimento assembleare di nomina e revoca dell'organo amministrativo, dall'altro lato l'art. 43, comma 1°, lett. d), Tuf prevede che i soggetti che compongono gli organi di amministrazione, direzione e controllo debbano possedere i requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità indicati dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Consob e Banca d'Italia, così limitando l'autonomia decisionale dell'assemblea.

Per quanto riguarda le deleghe di voto, il Tuf non detta per queste società un regime derogatorio rispetto a quello previsto per le società nel diritto societario comune in tema di rappresentanza assembleare: e, d'altro canto, le norme del codice civile che disciplinano l'istituto non escludono la SICAV⁷¹ dal proprio ambito applicativo.

L'istituto della rappresentanza in assemblea consente la partecipazione indiretta dei piccoli azionisti alle decisioni e quindi alla

⁷¹ La rappresentanza nell'assemblea è disciplinata nel diritto societario comune all'art. 2372 c.c.: se non vi è un divieto nello statuto, gli azionisti possono partecipare all'assemblea anche tramite rappresentanti: la procura dev'essere conferita per iscritto; è revocabile; non può essere priva del nome del rappresentante (...)G.AULETTA, N.SALANITRO, *La società per azioni*, op., cit., p.111.

“gestione” della società, e favorisce il raggiungimento delle maggioranze assembleari in quelle società caratterizzate da una larga base azionaria e da un diffuso assenteismo: in questo senso, la delega di voto rappresenta per la SICAV un valido strumento per una maggior partecipazione della platea degli investitori alle assemblee.

6. La banca depositaria.

L’art. 50, 1° comma, Tuf⁷² prevede che alle SICAV siano applicate talune disposizioni che disciplinano i fondi comuni di investimento. Tra queste, emerge l’art. 36, 2° comma, Tuf, nel quale si prevede che la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo comune sia affidata ad una banca depositaria⁷³.

Sempre per il tramite dell’art. 50 si rende applicabile alle società di investimento a capitale variabile anche la norma che disciplina la banca depositaria nello svolgimento delle proprie funzioni, ossia l’art. 38, comma 1°, Tuf.

La banca depositaria è il soggetto che, nella prestazione del servizio di gestione collettiva, svolge come funzione principale quella di custodire le attività del fondo rappresentate da somme liquide e da

⁷² Alle Sicav, per quanto non disciplinato dal presente capo, si applicano gli articoli 36, comma 2, 37, 38, 40 e 41. Alle Sicav autorizzate ai sensi dell'articolo 43, si applica altresì l'articolo 33, comma 4 (art. 50 Tuf).

⁷³ Dal momento che l’art. 50 Tuf prevede l’applicabilità alle SICAV dell’art. 36, anche per loro, come per le SICAV, la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo comune di investimento è affidata a una banca depositaria.

strumenti finanziari. Questa soluzione conferma e rafforza il principio della separazione patrimoniale: non solo il patrimonio del fondo è “autonomo”, in quanto così definito a livello normativo, ma viene materialmente sottratto alla detenzione da parte del gestore, per essere affidato ad un depositario terzo⁷⁴. Lo scopo per il quale il legislatore impedisce alla società di gestione di avere la detenzione materiale delle somme e degli strumenti finanziari che costituiscono il fondo comune è evidentemente quello di contrastarne eventuali comportamenti fraudolenti⁷⁵.

Alla banca depositaria sono affidati poteri di controllo ed accertamento relativamente alle principali operazioni effettuate dalla SICAV: in particolare, a tale soggetto, oltre alla custodia dei titoli e delle disponibilità liquide, compete il controllo della regolarità delle operazioni attinenti alla gestione della società in sede di esecuzione delle istruzioni della stessa⁷⁶. Più esattamente, la banca depositaria accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote, di calcolo del valore e di destinazione dei redditi del fondo; accerta l'avvenuto adempimento nei termini d'uso delle controprestazioni nelle operazioni relative al fondo; esegue le

⁷⁴ F. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino: G. Giappichelli, 2008, p. 198.

⁷⁵ R.COSTI, L.ENRIQUEZ, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, VII Cap; *Lo svolgimento delle attività d'intermediazione finanziaria*, Padova : CEDAM, 2004, p. 421.

⁷⁶ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile : commento al decreto legislativo del 25 gennaio 1992 n.84*, cit., p .72.

istruzioni della società di gestione, se non contrarie alla legge, alla normativa regolamentare e a quella degli organi di vigilanza⁷⁷.

L'esercizio delle funzioni appena elencate da parte della banca depositaria viene autorizzato dalla Banca d'Italia, la quale, sentita la Consob, disciplina le condizioni per l'assunzione dell'incarico e le modalità di sub-deposito dei beni della società⁷⁸.

Le funzioni che spettano alla banca depositaria vanno oltre gli obblighi nascenti da un normale rapporto di deposito di strumenti finanziari o di liquidità, poiché la banca si configura come un soggetto che deve controllare e vigilare in modo continuativo l'attività della società di gestione relativamente alle funzioni di promozione e gestione del fondo.

La disciplina regolamentare assicura anche l'indipendenza della banca depositaria dalla società di gestione del fondo. Pertanto non viene

⁷⁷ Tutti i doveri della banca depositaria sono elencati nell' art. 38, comma 1° Tuf: essa, nello svolgimento delle proprie funzioni, accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, nonché la destinazione dei redditi del fondo; accerta la correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo o, su incarico della Sgr, provvede essa stessa a tale calcolo; accerta che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso; esegue le istruzioni della società di gestione del risparmio se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza.

⁷⁸ E' inoltre fondamentale far riferimento al provvedimento di Banca d'Italia del 20-9-1999, nel quale si ribadiscono le competenze della banca depositaria ma emerge anche che i controlli che la competono alla stessa devono essere effettuati in maniera consapevole e tra l'altro deve indicare modalità con cui la banca viene interessata in occasione di transazioni aventi ad oggetto beni diversi dagli strumenti finanziari, come ad esempio gli immobili Provvedimento 20 settembre 1999; Regolamento recante disposizioni per le società di gestione del risparmio, Capitolo VII: Condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria e modalità di sub-deposito dei beni del fondo; sezione I: disposizioni di carattere generale; Comma 4: (...)Al fine di effettuare consapevolmente i controlli di cui sopra nonché provvedere al regolamento delle compravendite, la convenzione che regola i rapporti tra la SGR e la banca depositaria, tra l'altro, le modalità con cui quest'ultima viene interessata in occasione delle transazioni aventi ad oggetto beni diversi dagli strumenti finanziari (es.: per i beni immobili presenza in sede di stipula del contratto di compravendita)(...).

affidato l'incarico di banca depositaria se taluni esponenti aziendali di vertice della società di gestione sono o il presidente dell'organo con funzione di supervisione strategica, membro dell'organo con funzione di gestione, direttore generale o il dirigente responsabile delle strutture organizzative della banca candidata a svolgere le funzioni di depositaria. Per l'Autorità di vigilanza è sufficiente dunque che non vi sia identità personale nei ruoli chiave degli organigrammi del gestore e del depositario affinché sia soddisfatto il requisito d'indipendenza⁷⁹. Nel complesso, è la Banca d'Italia che, nell'approvare i regolamenti dei fondi e gli statuti delle SICAV, verifica, anche sulla base di quanto detto sopra, che la scelta della banca depositaria sia in linea con le prescrizioni di legge e regolamentari.

7. L'amministrazione ed il sistema delle deleghe nella SICAV. I controlli: cenni.

Per quanto riguarda l'amministrazione delle SICAV non ci sono particolari profili di specialità, nel senso che la disciplina di diritto comune viene applicata anche alle società di investimento a capitale variabile. Del resto, si osserva da più parti che non vi sarebbe ragione di intervenire con norme speciali per l'amministrazione delle SICAV, una volta che sono stati individuati i necessari requisiti di esperienza professionale, di onorabilità per gli amministratori e di indipendenza.

⁷⁹ R.COSTI, L.ENRIQUEZ, *Il mercato mobiliare*, cit., p.431.

Tutto questo è vero solo in parte, in quanto l'organizzazione della SICAV si caratterizza per la peculiare disciplina delle deleghe gestionali a soggetti esterni.

Sul punto il quadro normativo è decisamente complesso e il Tuf distingue – apparentemente – tre diverse tipologie di deleghe.

La prima fattispecie è quella che emerge dall'art. 43, comma 7°, Tuf, ai sensi del quale le SICAV possono genericamente delegare “poteri di gestione” del loro patrimonio a società di gestione del risparmio⁸⁰.

Un'ulteriore delega è quella prevista dall'art. 43-*bis* Tuf, secondo cui una SICAV può, se autorizzata dalla Banca d'Italia nella fase costitutiva, delegare la gestione dell'intero patrimonio ad una SGR (o ad una società di gestione armonizzata) da indicarsi nello statuto. Infine, in seguito alle modifiche apportate dal decreto legislativo 274/2003, l'art. 50, comma 1°, Tuf, rinviando all'art. 33, prevede la possibilità per la SICAV di delegare specifiche operazioni di investimento e specifiche funzioni, sul presupposto che la società non abbia demandato la gestione ad un'altra società secondo la disposizione precedente⁸¹.

⁸⁰ Questa è anche l'unica presente nel testo originario della legge, infatti, l'art. 7, “Gestione della SICAV”, 4° comma prevede che “La SICAV può delegare poteri di gestione del proprio patrimonio esclusivamente a società di gestione di fondi comuni di investimento autorizzate”.

⁸¹ L'art. 50, Comma 1°, Tuf prevede che alla SICAV venga applicato anche l'art. 33 comma 4°, in tema di attività esercitabili da parte dei soggetti autorizzati, il quale dispone che “La Sgr può delegare a soggetti terzi specifiche funzioni inerenti la prestazione dei servizi di cui ai commi 1 e 2 con modalità che evitino lo svuotamento della società stessa, ferma restando la sua responsabilità nei confronti dei partecipanti al fondo per l'operato dei soggetti delegati”.

Non è agevole coordinare le disposizioni degli artt. 43, comma 7°, e 50, comma 1°, Tuf: in proposito pare fondata l'opinione di quella dottrina che ritiene implicitamente superato quanto disposto dall'art. 43, comma 7°, Tuf, abrogato tacitamente in conseguenza del recepimento della disciplina comunitaria con la riscrittura dell'art. 50 Tuf⁸².

Si individuano, dunque, solo due forme di delega: quella *totale* prevista dall'art. 43-*bis* e quella *parziale* dell'art. 50, comma 1°, Tuf.

Peraltro, il fatto che l'articolo 43-*bis*, Tuf rispetto all'altro tipo di delega abbia una maggior ampiezza sembra spiegare il motivo per cui il legislatore ha limitato i possibili destinatari dell'incarico a soggetti abilitati alla gestione collettiva del risparmio (SGR e società di gestione armonizzate).

Le due deleghe si distinguono tra loro anche sotto il profilo strutturale, in quanto quella *parziale* viene effettuata da parte degli amministratori per soddisfare esigenze di *outsourcing* nell'attività aziendale ed assume le caratteristiche di un mandato: in questo caso la società mantiene comunque competenze concorrenti con quelle delegate. Si tratta di un negozio stipulato tra SICAV e SGR, che postula il costante esercizio da parte dell'organo amministrativo della SICAV di poteri di controllo sull'andamento della gestione delegata: l'organo

⁸² M.CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, Vol. 16, I, II, ed., Milano, 2008, p. 81. "Anche a prescindere da un eventuale caso di abrogazione implicite, confronto tra l'art. 43, comma 7° e l'art. 50, comma 1°, conduce a ritenere che le due siano sostanzialmente reiterative l'una dell'altra"; R.COSTI, L.ENRIQUEZ, *Il mercato mobiliare*, cit., p.47.

amministrativo e il collegio sindacale devono dunque vigilare in via continuativa sull'opera del soggetto delegato, che risponde nei confronti della società in caso di cattiva gestione.

La delega cosiddetta *totale* invece prevede che l'organo amministrativo della SICAV sia privo di ogni competenza relativa all'attività di gestione della società.

Quest'ultima è anche chiamata "delega esterna" poiché le SICAV vengono gestite "dall'esterno": sul punto il Tuf si limita a richiedere "indicazioni sulla società" alla quale è stata affidata la delega avente ad oggetto la gestione del patrimonio della SICAV⁸³.

Si ritiene peraltro che non sia necessaria una modifica statutaria deliberata dall'assemblea ai fini della revoca della delega, con conseguente avocazione dell'incarico o sostituzione del soggetto del soggetto delegato, potendo provvedere autonomamente in tal senso il consiglio di amministrazione.

La delega prevista dall'art. 50, comma 1°, Tuf, è, come già detto, assimilabile ad un mandato con il fine di esercitare poteri gestori generali in nome e per conto della SICAV, con rilevanza esterna⁸⁴. La delega parziale non può peraltro comprendere poteri di amministrazione della società, ossia quelli relativi all'organizzazione e

⁸³ Prima del Tuf era necessario indicare espressamente nelle deleghe "il soggetto delegato, l'ampiezza della delega e le procedure per assicurare il controllo delle operazioni effettuate dal delegato". Questo però era dunque quello che veniva imposto specificatamente nell'articolo 2, comma 3, del decreto; adesso nell'articolo 43-bis comma 1, lett. f) n.2, del Tuf ci si limita a richiedere "indicazioni della società designata".

⁸⁴ P.MARCHETTI, *Società di investimento a capitale variabile*, cit., p. 742.

al funzionamento della stessa, ma può essere commissionata solamente per poteri di “gestione del patrimonio”⁸⁵.

Il regolamento della Banca d'Italia afferma che nella delega devono essere precisamente delineati contenuto ed estensione dei poteri attribuiti ai soggetti delegati, precisando: (i) che tali poteri debbono essere esercitati in conformità delle direttive generali del consiglio di amministrazione; (ii) che i soggetti ai quali è stato delegato il potere sono gravati da obblighi informativi periodici nei confronti dell'organo di amministrazione della SICAV. Del resto, l'organo amministrativo della SICAV che abbia rilasciato la delega ad una società di gestione ha il dovere di vigilare e controllare l'attività di quest'ultima: per evitare che i soggetti ai quali è stata conferita la delega operino in una totale indipendenza rispetto al consiglio, al quale competono le direttive di carattere generale sulla politica di investimento della SICAV e la verifica dell'effettiva attuazione delle stesse da parte dei soggetti delegati, la disciplina regolamentare prevede che il sistema delle deleghe interne sia strutturato in modo tale da poter garantire agli organi amministrativi ed all'alta direzione una tempestiva ed adeguata informativa in ordine all'andamento dell'attività sociale⁸⁶. La delega a società di gestione, avendo ad oggetto i poteri di gestione, comprende sia la scelta degli investimenti,

⁸⁵ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile: Commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n.84*, cit., p.87.

⁸⁶ LUCIA PICARDI, *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, Torino: UTET, 2002, p.407.

sia l'attività stessa di investimento del patrimonio, postulando in tal caso la necessaria rappresentanza della SICAV.

Per quanto riguarda la funzione di controllo svolta dal collegio sindacale, questo deve riferire senza ritardo alla Banca d'Italia e alla Consob sulle eventuali irregolarità nella gestione o violazioni di norme che disciplinano l'attività di gestione delle SICAV⁸⁷, individuate dal responsabile della funzione di controllo interno. Quest'ultimo agisce in modo indipendente e riferisce in maniera oggettiva e imparziale i risultati sia al consiglio di amministrazione che al collegio sindacale. Più in particolare, la disciplina regolamentare ha imposto al responsabile del controllo l'obbligo di trasmettere in maniera continuativa almeno una volta l'anno una relazione riassuntiva nella quale vengono espresse le verifiche effettuate nel corso dell'anno ed i relativi risultati. La relazione riporta inoltre una valutazione unitaria dei fenomeni riscontrati, nonché il piano delle verifiche programmate per l'anno successivo⁸⁸.

⁸⁷ Il collegio sindacale informa senza indugio la Banca d'Italia e la Consob di tutti gli atti o i fatti, di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano costituire un'irregolarità nella gestione ovvero una violazione delle norme che disciplinano l'attività delle Sim, delle società di gestione del risparmio o delle Sicav. A tali fini lo statuto delle Sim, delle società di gestione del risparmio o delle Sicav, indipendentemente dal sistema di amministrazione e controllo adottato, assegna all'organo che svolge la funzione di controllo i relativi compiti e poteri. Questo emerge in tema di vigilanza informativa disciplinata dall'art., comma 3°.

⁸⁸ Art. 57, comma 6 del reg. Consob 1522/1998.

Capitolo terzo

La SICAV: profilo strutturale.

SOMMARIO : 1. La SICAV è una società per azioni. 2. Le deroghe al diritto societario “comune”. 2.1. La costituzione della SICAV. 2.2. La disciplina dei conferimenti. 2.3. Le deroghe relative agli aspetti patrimoniali. 2.4. La disciplina del capitale tra diritto societario comune e Sicav. 3. Il bilancio della SICAV e la distribuzione dei proventi. 4. Lo scioglimento della società di investimento a capitale variabile. 5. La vigilanza sulle SICAV.

1. La SICAV è una società per azioni.

Si è rilevato nel corso del capitolo precedente che il particolare oggetto sociale della SICAV rappresenta la ragione ultima del regime giuridico “speciale” previsto dal Testo Unico per la società.

Il Tuf stabilisce che per la SICAV sia adottata la forma della società per azioni⁸⁹.

⁸⁹ Il primo articolo facente parte del nucleo tipizzante delle norme che disciplinano le SICAV, l'art. 43 Tuf rubricato “Costituzione e attività esercitabili” 1° comma, lett a) prevede che la Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza la costituzione delle Sicav quando ricorrono le seguenti condizioni: a) sia adottata la forma di società per azioni nel rispetto delle disposizioni del presente capo.

L'impiego di questa forma per le attività più varie porta come conseguenza una più o meno marcata differenziazione delle discipline speciali dalla disciplina di diritto comune della società per azioni ed ha comportato il passaggio da una nozione unitaria di società per azioni a un modello plurale ed eterogeneo. Del resto, è noto che la legislazione di settore ha creato e continua a creare società per azioni di diritto speciale: lo stesso art. 2249 c.c. prevede che le leggi speciali possano limitare la libertà di scelta dei soci fondatori in relazione al tipo di società che si intende costituire per lo svolgimento di particolari attività di impresa⁹⁰. Ed è quanto accade nella fattispecie in esame, in cui lo svolgimento di attività di gestione collettiva del risparmio è riservata dal Tuf a particolari società per azioni, le SGR e le SICAV.

Parte della dottrina ritiene che, essendo le deroghe della disciplina delle SICAV al comune diritto azionario talmente ampie ed estese, non si possa parlare di una società per azioni di diritto speciale ma di "sottotipi" di società per azioni. Altra parte della dottrina, rilevando che la partecipazione degli azionisti della SICAV al risultato di gestione non avviene attraverso la divisione degli utili sotto forma di

⁹⁰ Il principio di autonomia negoziale è applicabile al contratto di società di capitali con i limiti dall'art. 2249 c.c. ovvero le società che hanno per oggetto l'esercizio di un'attività commerciale devono costituirsi secondo uno dei tipi regolati nei capi III e seguenti di questo titolo. Le società che hanno per oggetto l'esercizio di un'attività diversa sono regolate dalle disposizioni sulla società semplice, a meno che i soci abbiano voluto costituire la società secondo uno degli altri tipi regolati nei capi III e seguenti di questo titolo. Sono salve le disposizioni riguardanti le società cooperative e quelle delle leggi speciali che per l'esercizio di particolari categorie di imprese prescrivono la costituzione della società secondo un determinato tipo.

dividendi, bensì attraverso la liquidazione del patrimonio, nega persino che la SICAV sia una società per azioni: la denominazione legale ed i rinvii alla disciplina della società per azioni varrebbero solo a permettere di “completarne” la propria disciplina, per la parte non direttamente regolata dal Tuf ⁹¹. La tesi prevalente ritiene tuttavia che la SICAV sia una società di diritto speciale, e quindi una società ancorata al modello della società per azioni pur se dotata di regole autonome rispetto ad esso.

Al di là delle questioni di natura – per così dire – “classificatoria”, deve osservarsi che la direttiva comunitaria dal cui recepimento nasce la SICAV lasciava agli stati membri piena autonomia nella scelta del modello⁹²; ed è affermazione diffusa che la forma di società per azioni sia stata scelta anzitutto per la perfetta autonomia patrimoniale: in tutti gli o.i.c.r., infatti, i partecipanti (in questo caso i soci della SICAV) sono “investitori” in senso stretto, e quindi partecipano al rischio limitatamente al capitale investito.

In realtà, la scelta di questo modello è giustificata anche da un'altra circostanza: e cioè dal fatto che uno dei caratteri della società per azioni è dato dalla tecnica – *azionaria*, appunto – di rappresentazione delle quote di partecipazione.

⁹¹ R.LENER *Le società di investimento a capitale variabile*, in AA.VV; *Trattato delle spa* diretto da G.COLOMBO, P.PORTALE, vol.10, Utet,1993, p .144-145.

⁹² Direttiva n.611/85 Sez IV: Obblighi relativi alla struttura delle società di investimento e al loro depositario; ART 12: Gli stati membri stabiliscono la forma giuridica della società di investimento. Questa deve avere un capitale versato sufficiente a consentirle di esercitare effettivamente la sua attività e di far fronte alle sue responsabilità.

Le azioni sono infatti partecipazioni omogenee, standardizzate e liberamente trasferibili: caratteristiche, queste, che ne consentono la loro circolazione attraverso documenti assoggettati alla disciplina dei titoli di credito.

Ed è evidente che l'elemento della trasferibilità assuma un'importanza fondamentale in una società come la SICAV, la quale si presenta, per ragioni *funzionali*, come una *public company*, continuamente “aperta” all'ingresso di nuovi soci⁹³: sotto questo profilo, lo strumento dell'azione garantisce il costante smobilizzo del capitale investito e il ricambio dei soci.

2. Le deroghe al diritto societario “comune”.

Le deroghe al diritto comune delle società per azioni sono numerose e rilevanti, come già detto in precedenza: la trattazione che segue si concentrerà sulla disciplina della costituzione, dei conferimenti e del capitale.

2.1. La costituzione della SICAV.

La società di investimento a capitale variabile si costituisce seguendo il procedimento indicato dall'art. 43 Tuf.

⁹³ P.MARCHETTI, *Appunti sulle sicav*, cit. p. 753.

R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, in AA.VV., *Trattato delle spa* diretto da G.COLOMBO, P.PORTALE, vol. 10, Utet, 1993, p. 161.

La norma specifica che si può procedere alla costituzione di una SICAV solo dopo aver conseguito un provvedimento di autorizzazione da parte della Banca d'Italia che, sentita la Consob, accerta la sussistenza delle condizioni previste dalla legge⁹⁴.

Sin da una prima lettura emerge che l'autorizzazione ha per oggetto la costituzione della società, ossia l'iscrizione dell'atto costitutivo nel registro delle imprese e non l'attività oggetto di riserva⁹⁵.

L'autorizzazione della Banca d'Italia, è dunque richiesta ai fini della costituzione, e non dell' "esercizio dell'attività", rilevando pertanto alla stregua dell'art. 2329, comma 1°, Tuf⁹⁶.

⁹⁴ Le condizioni necessarie affinché la società possa essere autorizzata dalla Banca d'Italia alla costituzione sono elencate nell'art. 43, comma 1°, Tuf: anzitutto deve essere adottata la forma di società per azioni nel rispetto delle disposizioni del presente capo, la sede legale e la direzione generale della società devono essere situate nel territorio della Repubblica, il capitale sociale di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia ed i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo devono avere i requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità indicati dall'articolo 13 251; inoltre è richiesto che i titolari delle partecipazioni indicate all'articolo 15, comma 1, abbiano i requisiti di onorabilità stabiliti dall'articolo 14 e non ricorrano le condizioni per il divieto previsto dall'articolo 15, comma 2° 252, lo statuto preveda come oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni. la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell' articolo 15, comma 5° 253 ed infine che venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa.

⁹⁵ L'autorizzazione richiesta dalla Sim non è l'autorizzazione alla costituzione della stessa bensì l'autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento: le Sim sono autorizzate dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, entro sei mesi dalla consegna della loro domanda di autorizzazione, se ricorrono le condizioni espresse nell'art. 19 del Tuf. Per quanto riguarda l'autorizzazione alle società di gestione del risparmio, questa, a differenza della SICAV, si riferisce all'esercizio dei servizi di gestione collettiva del risparmio, di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti e non alla costituzione della società. Tale autorizzazione viene concessa dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, se sono presenti le condizioni elencate nell'art. 34 del Tuf.

⁹⁶ La scelta del legislatore italiano dell'autorizzazione preventiva è in linea con il diritto societario comune (art. 2329, comma 1°, n. 3. c.c.) e trova un precedente nella legislazione francese che all'art. 24 della l. francese 88-1201 del 23 dicembre 1988, che richiede appunto l'autorizzazione preventiva; per i riferimenti, v. R.LENER; *Le*

L'incidenza dell'autorizzazione sul procedimento di costituzione della società di investimento a capitale variabile non è priva di rilevanti conseguenze: per un verso, potrebbe togliere pratica effettività all'ipotesi dell'esercizio abusivo dell'attività di gestione collettiva da parte di SICAV non autorizzate; per altro verso, rimette esclusivamente all'autorità amministrativa il compito di verificare, ai fini del rilascio dell'autorizzazione, l'adempimento delle condizioni richieste dalla legge speciale⁹⁷.

A norma dell'art. 43, comma 1°, Tuf, spetta alla Banca d'Italia, sentita la Consob, emettere l'atto abilitativo, e non più al Ministro del Tesoro, come previsto dall'originaria disciplina del '92: una novità, questa, che ha permesso di superare i problemi di coordinamento tra le due Autorità e di armonizzare la disciplina italiana a quella di altri paesi europei, come Francia e Lussemburgo, nei quali l'autorizzazione viene rilasciata direttamente dall'Autorità di vigilanza.

Del resto, nel previgente sistema, se da un lato era il Ministero del Tesoro ad avere la competenza all'autorizzazione alla costituzione della SICAV, dall'altro spettava alla Banca d'Italia il dovere di verificare la conformità del progetto, dell'atto costitutivo e dello statuto alle prescrizioni previste dalla legge, e di iscrivere successivamente la società nell'albo da essa tenuto, una volta conseguita l'omologazione del tribunale. Questo procedimento di

società di investimento a capitale variabile: commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n.84. cit., p.14.

⁹⁷ LUCIA PICARDI, Commento all'articolo 43, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, p. 382.

autorizzazione era molto complesso e macchinoso e rendeva difficile la delimitazione delle competenze tra le due Autorità (Banca d'Italia e Ministero del Tesoro), rischiando di provocare sovrapposizioni dei rispettivi poteri. Inoltre, la suddivisione delle competenze tra le due Autorità poteva dar luogo ad una situazione “schizofrenica” in cui una SICAV, regolarmente costituita sulla base dell'autorizzazione rilasciata dal Ministro del Tesoro, poteva non risultare iscritta all'albo e di fatto “libera” dalla vigilanza della Banca d'Italia .

Questa situazione è venuta meno con il sistema previsto dal Tuf, prevedendosi oggi la competenza della Banca d'Italia sia per l'autorizzazione che per l'iscrizione all'albo. Ed è la Banca d'Italia, sentita la Consob, a disciplinare la procedura di autorizzazione e le ipotesi di decadenza della stessa, la documentazione da presentare unitamente alla richiesta di autorizzazione ed il contenuto del progetto di atto costitutivo e di statuto⁹⁸.

Dopo questi preliminari rilievi, conviene procedere ad un dettagliato esame della disciplina di costituzione di una società di investimento a capitale variabile.

Anzitutto, la costituzione di le SICAV può avvenire esclusivamente secondo la cosiddetta forma simultanea, non essendo ammessa la costituzione per pubblica sottoscrizione, stante l'espressa

⁹⁸ Questo è quanto disposto dall'art. 43 Comma 2°, Tuf, rubricato “Costituzione e attività esercitabili”: La Banca d'Italia, sentita la Consob, disciplina: a) la procedura di autorizzazione e le ipotesi di decadenza dalla stessa; b) la documentazione che deve essere presentata dai soci fondatori unitamente con la richiesta di autorizzazione e il contenuto del progetto di atto costitutivo e di statuto.

disapplicazione (*ex art. 43, comma 5°, Tuf*) degli artt. 2333, 2334, 2335, 2336 c.c.

E' noto che nella costituzione simultanea l'atto costitutivo è stipulato da coloro che assumono l'iniziativa per la costituzione della società (soci-fondatori); con integrale sottoscrizione del capitale sociale iniziale da parte di questi ultimi⁹⁹, mentre nella costituzione per pubblica sottoscrizione si giunge alla stipula dell'atto costitutivo al termine di un complesso procedimento che consente la raccolta tra il pubblico del capitale iniziale e che è congegnato in modo da subordinare la stipulazione del contratto sociale alla preventiva sottoscrizione del capitale.

Ciò premesso, la costituzione per pubblica sottoscrizione sembrerebbe adattarsi molto bene alla SICAV, in quanto organismo aperto al pubblico e che svolge un'attività di raccolta del risparmio presso lo stesso, attraverso l'emissione di nuove azioni: proprio quest'ultima attività rappresenta una forma di sottoscrizione e quindi tale modalità di costituzione potrebbe sembrare la migliore per questo tipo di società. Inoltre va considerato che il capitale richiesto per costituire una SICAV è piuttosto elevato, un milione di euro, ed anche questo può far sembrare adatto invitare i risparmiatori a conferire capitali attraverso un procedimento di pubblica sottoscrizione.

⁹⁹ G.FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, fondato da F.VASSALLI, vol. 10, tomo 3. Utet, 1987 p.863.

Il vero ostacolo alla costituzione per pubblica sottoscrizione nella SICAV è rappresentato dai tempi ristretti entro cui si deve procedere alla costituzione una volta ottenuta l'autorizzazione, incompatibili con un procedimento lungo e complesso quale quello per pubblica sottoscrizione¹⁰⁰: dopo l'autorizzazione sono infatti previsti solo trenta giorni per la sottoscrizione del capitale.

Parte della dottrina individua un'ulteriore motivazione a tale deroga nel fatto che il legislatore intende escludere la presenza di promotori diversi dai soci fondatori: con l'obiettivo ultimo di garantire ai risparmiatori e al mercato la serietà dell'impegno finanziario dell'organismo di raccolta attraverso la diretta allocazione del rischio d'impresa in capo ai fautori dell'iniziativa di investimento.

Ciò, peraltro, è in linea con la disciplina delle SICAV, diretta ad assicurare una "sana e prudente gestione"¹⁰¹ dell'organismo anche attraverso i controlli effettuati dall'Autorità di vigilanza a tutela dei risparmiatori-soci della società.

Chiarite le ragioni per le quali la società di investimento a capitale variabile può costituirsi quindi soltanto simultaneamente, le fasi in cui è articolato il procedimento di costituzione sono due: la prima è la

¹⁰⁰ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile* in AA.VV. *Trattato delle spa* diretto da G.COLOMBO, P.PORTALE, vol. 10, Utet, 1993, p. 162.

¹⁰¹ Alle SICAV si applica l'art. 5 del Tuf in tema di vigilanza prevista per gli intermediari: per il raggiungimento degli obiettivi dell'attività di vigilanza, elencati nel primo comma dell'articolo, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari (2° comma, art. 5, Tuf).

richiesta dell'autorizzazione alla costituzione; la seconda fase è la costituzione in senso stretto.

La richiesta di autorizzazione viene presentata alla Banca d'Italia, la quale deve rilasciarla, sentita la Consob, entro un termine di novanta giorni dalla data di ricevimento della domanda¹⁰².

Nell'art. 43 Tuf vengono specificate tutte le condizioni in presenza delle quali la SICAV può costituirsi. Si richiede che venga adottata la forma della società per azioni e che la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica Italiana; il capitale sociale non può essere inferiore a quello determinato in via generale da Banca d'Italia; coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo devono avere determinati requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità, così come coloro che partecipano al capitale in misura qualificata; lo statuto inoltre deve prevedere come oggetto esclusivo della società la raccolta presso il pubblico del risparmio attraverso l'offerta delle

¹⁰² Il termine è stabilito dal Provvedimento del 1° luglio 1998 della Banca d'Italia, capitolo V, sez. VI. Tale Provvedimento, nel medesimo capitolo e nella stessa sezione, indica anche quali sono le informazioni che deve contenere il documento per poter essere presentato alla Banca d'Italia; devono essere riportati la denominazione, la sede legale e la direzione generale della società che si intende costituire, le complete generalità e la veste legale delle persone che la sottoscrive e l'elenco dei documenti allegati. Questi ultimi sono: una copia del progetto di atto costitutivo e di statuto, l'elenco nominativo dei soci fondatori con l'indicazione delle rispettive quote di partecipazione, l'elenco nominativo degli esponenti aziendali, quali i componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale nonché degli eventuali amministratori delegati, dei direttori generali, la documentazione attestante il possesso da parte degli stessi dei requisiti di onorabilità e professionalità nonché la documentazione relativa ai soggetti che esercitano il controllo, nell'ordine in cui che partecipano al capitale.

proprie azioni e il successivo investimento collettivo del patrimonio raccolto¹⁰³.

Se la documentazione fornita alla Banca d'Italia è incompleta, si produce un'interruzione del termine: ovvero un nuovo termine di novanta giorni decorre dalla data di ricezione della documentazione mancante. Si ha invece sospensione del termine qualora la Banca d'Italia chieda ulteriori informazioni ad integrazione della documentazione presentata e per il tempo necessario all'Autorità di vigilanza per ottenere i certificati relativi alla verifica dei requisiti di onorabilità degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale¹⁰⁴.

Dalla data di rilascio dell'autorizzazione decorrono trenta giorni entro i quali i soci fondatori della SICAV devono procedere alla costituzione della società, al contempo effettuando i versamenti ad integrale copertura del capitale¹⁰⁵.

Nella fase immediatamente successiva della costituzione della SICAV si prevede che la Banca d'Italia, una volta ricevuta tutta la documentazione, iscriva la società nell'albo da essa tenuto. Analoga disposizione è prevista per l'iscrizione all'albo delle società di

¹⁰³ Questo è quanto dispone l'art. 43 comma 1° TUF rubricato "Costituzione e attività esercitabili".

¹⁰⁴ LUCIA PICARDI, commento all'articolo 43, *Testo unico della finanza*, cit., p.384.

¹⁰⁵ In caso di valutazione favorevole da parte della Banca d'Italia, entro novanta giorni dalla presentazione della relativa domanda, deve essere rilasciato il provvedimento di autorizzazione dalla cui data partirebbero quindi i trenta giorni entro quali i soci fondatori dovranno procedere alla costituzione della società (come del resto testualmente previsto dal comma 4° dell'art. 43). FRANCESCO VELLA, *Commentario T.U.F., decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Torino: Giappichelli, 2012, capo III, *Società di investimento a capitale variabile*, articolo 43, "Costituzione e attività esercitabili". p. 474.

gestione del risparmio (art. 35 Tuf), a sua volta modellata sull'art. 20 Tuf in tema di SIM: l'intento perseguito è evidentemente quello di rendere uniforme lo statuto societario "speciale" dei soggetti abilitati a svolgere attività di intermediazione finanziaria .

Per le stesse ragioni, è comune a SICAV, SIM e SGR l'obbligo di "indicare negli atti e nella corrispondenza gli estremi dell'iscrizione all'albo"¹⁰⁶, la quale, d'altronde, rappresenta il presupposto del controllo delle Autorità di vigilanza su tali società di diritto speciale.

2.2. La disciplina dei conferimenti.

L'art. 2342 c.c. prevede che *solo se non viene indicato diversamente nell'atto costitutivo* l'intero capitale sociale sottoscritto deve essere versato in denaro.

Con riguardo ai conferimenti di beni in natura e di crediti, prevede poi che le azioni che ad essi corrispondono devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione: il socio deve quindi effettuare gli atti necessari per far sì che la società, una volta costituita, acquisti la totale disponibilità materiale del bene conferito.

¹⁰⁶ La norma (art. 44, Tuf) riproduce la disposizione dell'art. 35 Tuf, sull'albo delle società di gestione del risparmio (modellata a sua volta su quella dell'art. 19 in materia di albo delle Sim), a conferma del trend legislativo di rendere uniforme lo statuto societario "speciale" dei soggetti abilitati a svolgere attività di intermediazione finanziaria. Comune alle Sim e alle Sgr è anche l'obbligo - introdotto dall'art. 44, comma 3° - di riportare negli atti gli estremi dell'iscrizione all'albo. LUCIA PICARDI, commento all'articolo 43, *Testo unico della finanza*, cit., p. 392.

L'art. 2343 c.c. completa la disciplina dei conferimenti in natura assumendo come obiettivo quello di garantire una valutazione veritiera ed oggettiva dei medesimi¹⁰⁷.

Il 5° comma dell'art. 43 Tuf si conclude affermando che nelle SICAV “non sono ammessi i conferimenti in natura”. La ragione si riscontra nella destinazione dei conferimenti stessi, che vengono investiti in strumenti finanziari gestiti in forma collettiva dalla stessa SICAV, anziché adempiere alla finalità di fornitura dei capitali necessari all'esercizio di una distinta attività economica avente ad oggetto la produzione o lo scambio di beni o servizi.¹⁰⁸

Del resto, la SICAV, essendo una società di investimento, regolata secondo la stessa disciplina dei fondi aperti, necessità di liquidità. Coerentemente con questa prospettiva, il legislatore vuole che il patrimonio sia costituito solo ed esclusivamente da valori negoziabili:

¹⁰⁷ Se il socio non conferisce denaro, ma beni in natura o crediti, se ne rende necessaria la stima, in conformità del procedimento disciplinato dall'art. 2343 c.c. Vi provvede un esperto nominato dal presidente del tribunale competente, quello nella cui circoscrizione ha sede la società. L'esperto giura la propria relazione nella quale descrive i beni o i crediti, i criteri della loro valutazione e l'attestazione che il valore attribuito non è inferiore a quello nominale aumentato dell'eventuale sopraprezzo. L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi, dovendosi rilevare che il d.lgs in esame, rispetto al passato, ha puntualizzato la categoria dei possibili danneggiati. Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società. Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura.

¹⁰⁸ M.FRATINI, G.GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Utet giuridica, cit., p.652.

ciò che, peraltro, priva di significato il disposto dell'art. 2440 c.c. sui conferimenti di beni in natura e di crediti nel contesto dell'aumento di capitale a pagamento.

L'art. 43, comma 5°, Tuf non contiene, invero, un espresso divieto relativo ai conferimenti di crediti: ma è pacifico che anch'essi non possano essere conferiti, stante la volontà del legislatore di evitare la presenza nel patrimonio della SICAV di crediti non "cartolarizzati". La liquidità di cui necessita questo tipo di società giustifica anche ulteriori limitazioni come il divieto di emettere obbligazioni, l'obbligo di versare tutto il capitale sottoscritto al momento della costituzione e la regola secondo cui le azioni devono essere liberate interamente al momento della loro emissione.

2.3. Le deroghe relative agli aspetti patrimoniali.

Nella società per azioni di diritto comune, con la locuzione "capitale nominale" si indica l'entità contabile iscritta nel passivo dello stato patrimoniale e soggetta ad un vincolo di stabile destinazione all'attività d'impresa; diversamente, il patrimonio sociale, *solo in origine costituito dai conferimenti apportati dai soci*, in base ai risultati della gestione economica subisce nel corso del tempo continue modifiche qualitative e quantitative¹⁰⁹.

¹⁰⁹ G.TANTINI, *Capitale e patrimonio nella società per azioni*, Cedam, Padova 1980, p. 14.

La società per azioni di diritto comune è una società a capitale fisso, in quanto la variazione, in aumento o in riduzione, del capitale sociale rende necessaria una modifica dell'atto costitutivo conseguente ad una delibera da parte dell'assemblea straordinaria.

In particolare si conoscono due forme di aumento del capitale: l'aumento gratuito (o nominale), regolato dall'art. 2242 c.c., e l'aumento a pagamento (o reale), regolato dagli artt. 2438 ss. c.c.

Il primo, ovvero l'aumento gratuito di capitale, viene definito come passaggio delle riserve a capitale¹¹⁰: vengono imputate a capitale le riserve disponibili con la conseguenza di assoggettare tali valori ad una disciplina più rigorosa, quella vincolistica del capitale sociale. L'operazione può essere attuata attraverso un aumento del valore nominale delle azioni o mediante l'emissione di nuove azioni che devono avere le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione e devono essere assegnate "gratuitamente" agli azionisti in proporzione a quelle già possedute¹¹¹; ma in ogni caso resta fermo che l'aumento gratuito del capitale sociale non dà luogo a nuovi conferimenti e non comporta perciò nessun incremento del patrimonio sociale.

¹¹⁰ Si ha aumento gratuito, e quindi aumento del capitale senza contemporaneo aumento del patrimonio (art. 2442 comma 1°) quando nel capitale vengono computati valori che già fanno parte del patrimonio della società; ad esempio si possono imputare a capitale le riserve volontarie, statutarie o facoltative. G.AULETTA, N.SALANITRO, *La società per azioni*, op., cit., p.138.

¹¹¹ In questo caso le azioni di nuova emissione devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, e devono essere assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione di quelle da essi già possedute (art. 242, comma 2°) oppure l'aumento di capitale può attuarsi anche mediante aumento del valore nominale delle azioni in circolazione.(art. 2443, comma 3°).

La seconda forma di aumento del capitale, quella a pagamento, avviene a fronte di nuovi conferimenti; la società si procura nuovi mezzi finanziari a titolo di capitale di rischio attraverso l'emissione di nuove azioni, fermo restando che non può "emettere nuove azioni fino a che quelle emesse non siano interamente liberate"¹¹².

All'emissione di nuove azioni nel contesto di un aumento a pagamento del capitale si accompagna il riconoscimento ai soci attuali del diritto di opzione, disciplinato dall'art. 2441 c.c.: la norma prevede che nella sottoscrizione dell'aumento del capitale a pagamento i soci attuali siano preferiti rispetto ai terzi, consentendo loro di mantenere inalterata la proporzione in cui partecipano al capitale sociale.¹¹³

Per quanto riguarda la disciplina relativa alla riduzione del capitale, poi, si è soliti distinguere due tipi di riduzioni: la riduzione del capitale sociale facoltativa o reale, regolata dall'art. 2445 c.c., nella quale una diminuzione del capitale comporta anche una riduzione del patrimonio con correlativo rimborso di parte del capitale ai soci; e la riduzione obbligatoria per perdite, regolata dagli articoli 2446 e 2447 c.c. In quest'ultime ipotesi, la riduzione si limita ad adeguare il valore

¹¹² Non si possono emettere nuove azioni fino a che quelle emesse non siano interamente liberate, fino a quando, cioè, la società vanta crediti da sottoscrizione nei confronti dei soci. L'obiettivo del divieto suggerisce di ricondurre l'applicazione al momento della deliberazione con la quale si aumenta il capitale e non alla sua esecuzione.(art. 2438 c.c.) S. PESCATORE, *Impresa societaria a base capitalistica. Costituzione della s.p.a.*, in *Istituzioni di Diritto Commerciale*, a cura di V.BUONOCORE, cit., p.231

¹¹³ Nella società per azioni di diritto comune, i casi in cui è previsto il diritto di opzione è sacrificabile e queste fattispecie sono elencate nell'art. 2441 c.c. "Diritto di opzione", L'intera disciplina dell'esclusione del diritto d'opzione può essere interpretata in modo unitario tenendo presente risponde ad un concreto interesse della società.

del capitale a quello del patrimonio netto della società: non si ha pertanto una riduzione del patrimonio netto, essendosi questa già prodotta per le perdite subite dalla società.

Il presupposto per la riduzione obbligatoria del capitale è la presenza di una perdita superiore ad un terzo del capitale, il cui verificarsi impone la convocazione dell'assemblea "per gli opportuni provvedimenti", tra i quali, eventualmente, il c.cd. "rinvio a nuovo" delle perdite realizzate: se entro l'esercizio successivo la perdita non si è ridotta al di sotto di un terzo, è necessaria una riduzione del capitale in proporzione alle perdite accertate¹¹⁴.

La disciplina è più rigorosa nel caso in cui la perdita superiore al terzo del capitale riduce il patrimonio netto al di sotto del limite minimo di legge: in questo caso è necessario convocare senza indugio

¹¹⁴La principale ragione per cui si ricorre alla riduzione del capitale per perdite è quella di permettere la distribuzione degli utili successivamente conseguiti; distribuzione altrimenti inammissibile, in quanto occorrerebbe prima colmare le perdite. In questo caso, la riduzione del capitale non è effettiva, ma soltanto nominale, giacché non si ha riduzione anche del patrimonio della società, ma soltanto adeguamento dell'uno all'altro valore: la riduzione, è anzi obbligatoria nella ipotesi in cui il valore del patrimonio, in conseguenza delle perdite, è diventato inferiore a quello del capitale di oltre un terzo. Appena si accorgono che le perdite incidono in tale misura, gli amministratori devono senza indugio convocare l'assemblea, sottoponendole una relazione sullo stato patrimoniale della società corredata dalle osservazioni dell'organo di controllo (art. 246, comma 1° c.c.). Se l'assemblea giudica la situazione irrimediabile, deve senz'altro deliberare la riduzione del capitale per adeguarlo al livello inferiore del patrimonio sociale; se invece l'assemblea prevede un miglioramento della situazione, può rinviare ogni decisione all'esercizio successivo. Qualora alla fine di quest'altro esercizio sociale la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea ordinaria o il consiglio di sorveglianza che approva il bilancio ha l'obbligo di deliberare la riduzione del capitale in proporzione delle perdite accertate. Se l'assemblea rifiuta di deliberare la riduzione, questa, su richiesta degli amministratori e dei sindaci, viene direttamente disposta dal tribunale con un decreto da iscrivere nel registro delle imprese. (art. 2446, comma 2° c.c.) Il ricorso al tribunale non occorre quando le azioni sono prive dell'indicazione del valore nominale, e lo statuto consente che in tale ipotesi la riduzione per perdite possa essere disposta direttamente dagli amministratori (art. 2446, comma 3°). G.AULETTA, N.SALANITRO, *La società per azioni*, op., cit., p.140.

l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale¹¹⁵ ed un contestuale aumento ad una cifra non inferiore al minimo legale o, in alternativa, la trasformazione, il tutto in funzione di evitare l'epilogo della liquidazione.

Ciò premesso, si tratta di valutare questi aspetti della disciplina di diritto comune in relazione alle SICAV.

Dai due principi fondamentali che la caratterizzano, ovvero la variabilità del capitale e l'uguaglianza tra capitale e patrimonio, si desume la non applicabilità della maggior parte della disciplina codicistica del capitale, fondata sulla tutela dei terzi creditori. Sono infatti espressamente dichiarati inapplicabili in tema di SICAV gli artt. 2438-2447 c.c.¹¹⁶, relativi all'aumento gratuito e a pagamento del capitale ed alla riduzione dello stesso.

La misura di salvaguardia, posta dall'art. 2438 c.c., che subordina l'emissione di nuove azioni alla liberazione di quelle già emesse, è superata dall'obbligo dell'integrale versamento del capitale, entro trenta giorni dal rilascio dell'autorizzazione¹¹⁷, come previsto dall'art.

¹¹⁵ Se poi, sempre in conseguenza delle perdite, si è al di sotto del minimo legale (centoventimila euro), l'assemblea deve deliberare senz'altro: o la riduzione del capitale, aumentandolo contestualmente almeno fino a centoventimila euro; o lo scioglimento della società ovvero la trasformazione in un tipo diverso (art.2447 c.c.) G.AULETTA, N.SALANITRO, *La società per azioni*, op., cit., p.140.

¹¹⁶ Alle SICAV non si applicano gli articoli da 2438 al 2447 del codice civile; così dispone l'art. 45, comma 2° Tuf.

¹¹⁷ EDUARDO ZAMPELLA, Commento all'articolo 45, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p. 397.

43, comma 4°, Tuf e dal regolamento della Banca d'Italia (1-7-1998, cap.V , sez. VI, Art. 3 ¹¹⁸).

Inoltre la norma che obbliga i sottoscrittori di nuove azioni a versare almeno il venticinque per cento del loro valore nominale ¹¹⁹ all'atto della sottoscrizione, in materia di SICAV è superata poiché coloro che sottoscrivono azioni della SICAV versano interamente il prezzo di emissione, corrispondente al loro reale valore patrimoniale.

L'emissione di azioni nella SICAV avviene poi in modo continuo: determinandosi così un aumento di capitale a pagamento in via continuativa ¹²⁰ e un progressivo ingresso di nuovi soci.

Dell'inapplicabilità della norma sui conferimenti di beni in natura in sede di aumento del capitale (art. 2440 c.c.) – e dell'esigenza di un patrimonio costituito solamente da valori negoziabili – già si è detto. E già si è osservato che non può trovare applicazione neppure il diritto di opzione, dato che nella SICAV è possibile sottoscrivere azioni in ogni momento da parte di chiunque; e, del resto, l'investimento in

¹¹⁸ Art. 3. Costituzione delle società e iscrizione all'albo ; Comma 1)I soci fondatori della SICAV procedono alla costituzione della società ed effettuano i versamenti relativi al capitale sottoscritto entro 30 giorni dalla data di rilascio dell'autorizzazione. Il capitale deve essere interamente versato. Sezione VI: Procedura di autorizzazione, Cap V :Autorizzazione alla costituzione delle società di investimento a capitale variabile ; Regolamento di Banca d'Italia 1.7.1998.

¹¹⁹ Salvo quanto previsto nel quarto comma dell'articolo 2342, i sottoscrittori delle azioni di nuova emissione devono, all'atto della sottoscrizione, versare alla società almeno il venticinque per cento del valore nominale delle azioni sottoscritte. Se è previsto un sovrapprezzo, questo deve essere interamente versato all'atto della sottoscrizione (Art. 2439 comma 1° c.c. "Sottoscrizione e versamenti").

¹²⁰ La società di investimento a capitale variabile è definita come "La società per azioni costituita ed operante in conformità alle disposizioni del presente decreto, che ha per oggetto esclusivo l'investimento collettivo in valori mobiliari del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico in via continuativa di proprie azioni, è denominata società di investimento a capitale variabile" (SICAV).(art. 1, comma 1°lett i) Tuf).

strumenti finanziari mal si concilierebbe con regole rigide dirette a mantenere la stabilità della compagine sociale e i “rapporti di forza” esistenti tra i soci.

Irrealizzabile in una SICAV è anche l'aumento gratuito *ex art.* 2442 c.c., non essendovi riserve da imputare a capitale in ragione della necessaria e continua uguaglianza tra patrimonio e capitale.

Ulteriori deroghe sono quelle relative alla riduzione del capitale: nelle SICAV la riduzione del capitale può avvenire o per l'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci, i quali possono esercitare l'*exit* in qualsiasi momento con conseguente rimborso del valore delle azioni; oppure se vi è stata una perdita di valore delle azioni. In entrambi i casi siamo di fronte ad una diminuzione patrimoniale, che, come si è detto, si riflette automaticamente in una corrispondente riduzione del capitale.

Pertanto, l'art. 48 Tuf prende in considerazione solo la perdita che porta il valore del patrimonio al di sotto della soglia minima stabilita dalla Banca d'Italia e che tale permanga per un periodo superiore a sessanta giorni, ricollegando a quest'ipotesi lo scioglimento automatico della società.

La *ratio* di tali deroghe all'intera disciplina codicistica in tema di aumento e di riduzione del capitale sta nel fatto che nella SICAV manca un capitale inteso come posta nominale del passivo¹²¹. La

¹²¹ LUCIA PICARDI, Commento all'articolo 48, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p.421.

variabilità del capitale sociale della SICAV ed il suo necessario coincidere con il patrimonio netto impediscono di poter parlare di “perdita di capitale sociale”¹²².

2.4. La disciplina del capitale tra diritto societario comune e Sicav.

Per individuare le ragioni della scelta del legislatore di abdicare al regime vincolistico del capitale sociale nelle SICAV, appare necessario approfondire il concetto di capitale sociale nelle società per azioni in generale, insieme alla sua funzione e al concetto di patrimonio sociale.

Il nostro legislatore non dà una definizione precisa di capitale sociale: la sua nozione e le sue funzioni si evincono dalle numerose disposizioni di cui è oggetto.

L’art. 2247 c.c. prevede che i soci che intendono costituire una società debbano destinare beni o servizi allo svolgimento dell’attività sociale. Si tratta dei conferimenti¹²³, che rappresentano la dotazione iniziale della società senza la quale non potrebbe neanche iniziare la sua attività produttiva.

¹²² R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile, commento al decreto legislativo n. 84 del 25 gennaio 1992*, cit., p.37.

¹²³ Art. 2247 c.c.; Contratto di società: con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l’esercizio in comune di un’attività economica allo scopo di dividerne gli utili.

In altre parole, per l'assunzione della qualità di socio è necessario che nella fase iniziale vengano effettuati conferimenti, essendo questi ultimi fondamentali per la costituzione della società.

Una volta effettuato il conferimento da parte dei soci, il bene è destinato stabilmente all'attività sociale per l'intera durata della vita della società ed il socio non può "riprendere" il bene conferito nella fase iniziale; inoltre, nel caso in cui la società subisse delle perdite di entità rilevante, derivanti dalla gestione comune, il socio rischierebbe di perdere completamente il "valore" conferito e questo è quello che viene definito "rischio d'impresa".

Nelle società per azioni, come si è già visto nel capitolo precedente, i soci possono apportare, a titolo di conferimento, denaro o, se l'atto costitutivo lo prevede, beni in natura o crediti, affiancati da una relazione giurata di un esperto, designato dal tribunale, in cui si indichino il valore, le modalità di valutazione e la descrizione dei beni o crediti conferiti.¹²⁴

"Capitale sociale " è quindi la somma di tutti i conferimenti destinati dai soci alla società nel momento della costituzione e viene spesso definito come un valore numerico fisso, che può essere modificato solo con particolari procedure assembleari che conducono alla modifica dell'atto costitutivo (nel quale, del resto, trova indicazione la cifra del capitale sociale).

¹²⁴ Nel caso in cui i conferimenti apportati dai soci di una società per azioni venissero effettuati mediante beni in natura o crediti si dovrà far riferimento agli artt. 2432 e 2433. (art. 2440 c.c. Conferimenti di beni in natura e di crediti).

Il capitale sociale assolve a varie funzioni importanti. La prima è quella “vincolistica”: essendo il capitale sociale l’insieme di tutti i conferimenti apportati dai soci, esso rappresenta una posta immobilizzata che i soci si sono impegnati a non distrarre dall’attività di impresa. Tale funzione del capitale sociale si salda idealmente ad una funzione produttiva, rappresentando il capitale medesimo il fondo al quale la società attinge le risorse necessarie per intraprendere la propria attività ed assicurarne un ordinato svolgimento; e ad una funzione di garanzia dei creditori sociali: infatti, la ripartizione di dividendi tra i soci può aver luogo solo quando il risultato di esercizio, ossia l’attuale valore del patrimonio netto (dato dalle attività dedotte le passività), supera l’ammontare del capitale sociale.

L’altra funzione assolta dal capitale sociale è quella “organizzativa”. E’ noto che si debba partire dal valore del capitale sociale per poter accertare se sia verificato un utile o una perdita di esercizio¹²⁵: la società ha conseguito un utile quando dal bilancio risulta che le attività superano le perdite aumentate del capitale sociale nominale; viceversa, la società ha subito una perdita qualora il capitale sociale sommato alle passività risulti superiore alle attività. Nelle società di capitali, il capitale nominale funge poi – ed in relazione a quanto si è detto – da base di misurazione delle situazioni soggettive dei soci, sia

¹²⁵ La società ha conseguito un utile quando dal bilancio risulta che i ricavi hanno superato le perdite aumentate del capitale sociale nominale; viceversa, la società ha subito una perdita qualora il capitale sociale sommato alle passività risulti superiore alle attività.

di carattere amministrativo (diritto di voto) sia di carattere patrimoniale (diritto agli utili e alla quota di liquidazione).

Prima di procedere oltre, giova ribadire che cosa diversa dal capitale sociale è il “patrimonio sociale”, il quale rappresenta, in generale, l’insieme dei rapporti giuridici attivi, al netto di quelli passivi, facenti capo alla società.

Al momento della costituzione, patrimonio sociale e capitale sociale coincidono: successivamente, a seguito dei risultati di gestione dell’attività della società, il patrimonio sociale può mutare in aumento, se si verificano ricavi, oppure in diminuzione, se si registrano delle perdite. Ed è proprio la differenza che si registra in un dato momento tra le attività e passività che prende il nome di “patrimonio netto” o “capitale reale.

E, come già detto, la s.p.a. di diritto comune, a differenza della SICAV, viene comunemente identificata come una società a capitale fisso, in quanto, per ogni variazione del capitale, in riduzione o in aumento, è obbligatoria una modifica dell’atto costitutivo a seguito di delibera da parte dell’assemblea straordinaria.

Ciò premesso, la variabilità del capitale è certamente una caratteristica che differenzia la SICAV dalle società per azioni di diritto comune. Ma, a ben vedere, non mancano nel nostro ordinamento altre strutture societarie a capitale variabile, come ad esempio le cooperative, nelle quali però il capitale ed il patrimonio rimangono due entità distinte: pur a fronte della variabilità del capitale sociale, resta il fatto che

anche nelle cooperative, diversamente dalle SICAV, il capitale rappresenta un'entità astratta da porre nel passivo del bilancio.

La variabilità è funzionale alla realizzazione dello scopo mutualistico, consentendo l'emissione di nuove azioni o quote nei confronti di nuovi soggetti che entrano nella cooperativa, senza una necessaria modifica formale dell'atto costitutivo.

È ben vero che l'ammissione di nuovi soci nelle società cooperative è condizionata alla presenza di specifici requisiti degli aspiranti soci definiti in via statutaria¹²⁶ e alla deliberazione degli amministratori su domanda dell'interessato¹²⁷. Ma ciò non toglie che l'ingresso di nuovi soci sia agevolato dalla variabilità del capitale, ossia dal fatto che, al momento in cui entrano nuovi soci all'interno della società versando il proprio apporto a titolo di conferimento, non c'è obbligo di procedere ad una modifica dell'atto costitutivo¹²⁸.

E, d'altra parte, non è casuale che il procedimento previsto per l'uscita del socio si presenti più complesso di quello concernente l'ingresso nella compagine. Nelle società cooperative il socio (cooperatore) non è soltanto colui che ha sottoscritto parte del capitale sociale, ma anche colui il quale, attraverso l'attuazione del rapporto mutualistico,

¹²⁶ Requisiti previsti in leggi speciali o dallo statuto.

¹²⁷ Art. 2528 c.c.: "Procedura di ammissione e carattere aperto della società", Comma 1: L'ammissione di un nuovo socio è fatta con deliberazione degli amministratori su domanda dell'interessato. La deliberazione di ammissione deve essere comunicata all'interessato e annotata a cura degli amministratori nel libro dei soci.

¹²⁸ La variazione del numero e delle persone dei soci non comporta modificazione dell'atto costitutivo, quindi il procedimento per l'ammissione di nuovi soci è semplificata. Art. 2524 c.c.: Variabilità del capitale ;Comma 2, Nelle società cooperative l'ammissione di nuovi soci, nelle forme previste dall'articolo 2528 non importa modificazione dell'atto costitutivo.

contribuisce al perseguimento dell'interesse sociale: il recesso del socio può produrre un effetto negativo per la stabilità e la crescita dell'impresa, non solo per la perdita di capitale che ne deriva, ma anche e soprattutto per la perdita di fattori produttivi o per la riduzione della domanda di beni o servizi prodotti o erogati dalla cooperativa.

Nelle SICAV i due principi della variabilità del capitale e dell'equazione permanente tra questo e il patrimonio netto sono intimamente collegati; ed è anzi *la reciproca interazione degli stessi a rappresentare la peculiarità della SICAV*.

Nel momento in cui i concetti di patrimonio e capitale vengono fatti coincidere, il secondo scompare, in quanto può “vivere” – giuridicamente – solo se distinto dal concetto di patrimonio; il termine “capitale”, nella SICAV, vale ad individuare l'intero *patrimonio netto*, non già una porzione di esso. Diventa, dunque, una scelta meramente lessicale continuare a far uso, per ragioni di comodo, del termine “capitale”, in luogo di sostituirlo, più correttamente, con la locuzione “patrimonio netto”¹²⁹.

La variabilità del patrimonio netto, da un lato, determina una totale libertà di raccolta di nuove adesioni da parte della società¹³⁰, cui corrisponde l'obbligo della società di emettere nuove azioni con

¹²⁹ G.E.COLOMBO, G.B. PORTALE, *Trattato sulle società per azioni*, cit., p.158.

¹³⁰ FRANCESCO VELLA, *Commentario al Tuf*, art. 45, Capitale e azioni, cit., p.483.

conseguente aumento di patrimonio¹³¹; dall'altro lato dà la possibilità al socio di poter recedere dalla società, interrompendo così il rapporto con la stessa in qualsiasi momento attraverso il rimborso delle azioni, determinandosi per la società una riduzione del patrimonio.

Del resto, l'oggetto sociale della SICAV prevede che gli unici potenziali creditori della società siano i soci stessi e che non ci siano terzi creditori da tutelare: questo giustifica la mancata esigenza di avere una posta immobilizzata in bilancio a garanzia dei creditori non soci; ed è per questo motivo che scompare il capitale sociale e la disciplina sull'integrità di quest'ultimo.

Le uniche norme che tutelano l'integrità del patrimonio sociale invece sono quella che impone un capitale sociale minimo al momento della costituzione¹³² e quella che sancisce lo scioglimento della società se il capitale sociale scende al di sotto del limite previsto e vi rimanga per un periodo superiore a sessanta giorni¹³³.

Il termine "capitale", quindi, esprime in questo contesto, il reale ammontare del "patrimonio netto" e assume una funzione di tutela diretta dei soci in quanto investitori della società. I soci infatti hanno, a garanzia dell'investimento, la continua equivalenza tra le due entità

¹³¹ EDUARDO ZAMPELLA, Commento all'articolo 45, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p. 397.

¹³² Affinché si possa costituire una SICAV è necessario rispettare il limite imposto dalla Banca d'Italia sull'ammontare del capitale sociale (art. 43 comma 1°, Tuf), il quale deve essere di un milione di euro.

¹³³ L'art. 48, comma 1°, Tuf dispone che(..) quando il capitale della Sicav si riduce al di sotto della misura determinata ai sensi dell'articolo 43, comma 1, lettera c), e permane tale per un periodo di sessanta giorni, la società si scioglie. Il termine è sospeso qualora sia iniziata una procedura di fusione con altra Sicav.

ed inoltre hanno il diritto di conoscere in qualsiasi momento il valore delle azioni che costituiscono il loro investimento.

Un'altra conseguenza derivante dell'uguaglianza tra capitale e patrimonio, più volte rilevata nel corso del presente lavoro, è la scomparsa del concetto di "utile" o "perdita" di esercizio, intesi come saldi di gestione calcolati alla chiusura di ogni esercizio; non vi potrà essere quindi un "utile" da distribuire ai soci-investitori, né una "perdita" da ripianare, alla fine di ogni esercizio, in quanto gli uni e le altre incidono immediatamente e automaticamente sul patrimonio netto e quindi sul valore delle azioni¹³⁴.

Un'ulteriore conseguenza è che, nella SICAV, il bilancio perde la funzione tipica che ha nelle s.p.a. ovvero quella di effettuare accertamenti periodici della consistenza patrimoniale. Parimenti inapplicabili sono gli artt. 2433 c.c. sulla distribuzione degli utili ai soci e 2433-*bis* c.c. sulla distribuzione di acconti sui dividendi. Altra cosa è la distribuzione di proventi, che, come si dirà a breve, può aver luogo – al pari di quanto si verifica nei fondi comuni di investimento – anche nel caso in cui l'esercizio sociale non si sia chiuso in attivo.

Un altro aspetto fondamentale che si determina in seguito all'"annullarsi" del capitale sociale nel patrimonio netto è la scomparsa del valore nominale delle azioni, come si evince anche dall'inapplicabilità prevista nel settimo comma dell'art. 45 Tuf,

¹³⁴ EDUARDO ZAMPELLA, Commento all'articolo 45, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p.398.

dell'art. 2354, comma 1°, n. 3 c.c., il quale richiede l'indicazione del valore nominale sul titolo azionario. Le azioni hanno solo un "valore reale", dal momento che esiste una continua corrispondenza tra patrimonio e capitale: tale valore si ottiene dal rapporto tra il valore netto del patrimonio ed il numero di titoli azionari in circolazione e determina il prezzo di emissione e rimborso delle azioni. Il valore delle azioni quindi varia continuamente al variare del valore del patrimonio della società.

L'assenza di tale valore nominale rende insensata l'emissione di azioni con sovrapprezzo: si può ritenere che il sovrapprezzo sia – per così dire – "implicito", in quanto le azioni di nuova emissione hanno un prezzo pari al valore reale, rapportato al patrimonio netto in quel determinato momento ¹³⁵.

Per concludere, l'asse portante della disciplina patrimoniale della Sicav è la coincidenza tra capitale e patrimonio netto: l'altro elemento fondamentale che caratterizza la SICAV, la variabilità del capitale, *dipende dalla* coincidenza tra patrimonio netto e capitale, *e non viceversa*. Del resto, la variabilità del capitale non genera necessariamente la coincidenza tra le suddette entità: lo dimostra il

¹³⁵ EDUARDO ZAMPELLA, Commento all'articolo 45, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p. 400.

L'art. 2431 c.c. individua il sovrapprezzo delle azioni come le "somme percepite dalla società per l'emissione di azioni ad un prezzo superiore al loro valore nominale"; tale definizione comporta un rapporto tra il valore nominale dell'azione e il prezzo di emissione dell'azione e un eventuale sovrapprezzo si verifica qualora il prezzo di vendita è superiore rispetto al valore nominale.

fatto che esistono altre realtà, quali le cooperative, in cui il capitale è variabile, ma resta un'entità distinta dal patrimonio netto.

Resta ferma, per contro, anche nella Sicav la previsione normativa di un capitale minimo per la sua costituzione.

L'art. 43, 1° comma, lett. c), Tuf prevede che il capitale sociale della SICAV non possa essere inferiore rispetto a quanto stabilito dalla Banca d'Italia, ossia un milione di euro¹³⁶.

Prima che il Tuf rimettesse alla Banca d'Italia il potere di determinare il capitale minimo necessario per la costituzione di una SICAV, questo era fissato dal decreto legislativo n. 84/92 nella cifra di dieci miliardi di lire, salvo diversa disposizione del Ministero del Tesoro, che poteva prevedere un più elevato importo.

Punto di riferimento imprescindibile per determinare tale somma era ed è l'art. 12 della direttiva CEE 611/85, il quale afferma che la società di investimento “deve avere un capitale versato sufficiente a consentirle di esercitare effettivamente la sua attività e di far fronte alle sue responsabilità”.

L'aver fissato un valore così elevato al capitale sociale minimo per le SICAV nell'ordinamento italiano, ha creato un limite all'espansione di questo tipo di società sul mercato; si ritiene che la scelta di un capitale minimo di questa grandezza sia giustificata dal tipo di oggetto sociale della società, per poter garantire una tutela del socio-

¹³⁶ Capitolo V, sezione II, del provvedimento della Banca d'Italia del 1° luglio 1998: “l'ammontare del capitale sociale minimo delle SICAV non deve essere inferiore a: due miliardi di lire, fino al 31 dicembre 1998; un milione di euro, a partire dal 1 gennaio 1999.”

creditore ed una sana e prudente gestione nella particolare attività della gestione collettiva del risparmio.

3. Il bilancio della SICAV e la distribuzione dei proventi.

Il testo unico della finanza omette di dichiarare non applicabili gli articoli del codice civile che regolamentano i criteri di redazione del bilancio (artt.2423 ss.).

E' implicita e incontestabile però la inapplicabilità di tale disciplina alle SICAV, in quanto si deve considerare inapplicabile l'intero sistema contabile delle società per azioni: nel caso delle società di investimento a capitale variabile non si prevede la creazione di fondi o riserve. Più in generale il bilancio non dev'essere redatto secondo i criteri previsti dal codice civile ma secondo i criteri generali stabiliti dagli organi di vigilanza.

Per la SICAV è prevista espressamente l'applicabilità dell'art. 37 Tuf, il quale, al secondo comma, prevede che il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, adotti un regolamento per i fondi comuni di investimento, diretto a disciplinare le scritture contabili, il rendiconto e i prospetti periodici che le società di gestione del risparmio redigono ¹³⁷.

¹³⁷ Alle SICAV si applicano altre disposizioni in tema di fondi comuni di investimento, elencati nell'art. 50 Tuf: alle Sicav, si applicano gli articoli 36, comma 2, 37, 38, 40 e 41. Alle Sicav autorizzate ai sensi dell'articolo 43, si applica altresì l'articolo 33, comma 4

La disciplina regolamentare della Banca d'Italia dispone che le SICAV siano obbligate a redigere tanto il bilancio d'esercizio quanto una relazione semestrale relativa alla gestione: quest'ultima, però, non è richiesta nel caso di società per le quali si effettua una redazione del bilancio con periodicità almeno semestrale.

Inoltre viene richiesta anche l'indicazione del valore unitario delle azioni e del valore della società con la stessa periodicità dell'emissione e del rimborso delle azioni¹³⁸.

Dal confronto delle due tipologie, si evince che la SICAV, data la sua differenza strutturale rispetto al fondo (ovvero la sua natura di società per azioni), redige il bilancio della società e non il rendiconto: è necessario però considerare che il bilancio di una SICAV è certamente più vicino al rendiconto di un fondo comune piuttosto che al bilancio redatto da una società per azioni; e questo non solo perché i criteri di redazione del bilancio sono analoghi a quelli previsti per il rendiconto dei fondi comuni e stabiliti dalla Banca d'Italia.

D'altro canto, il bilancio della SICAV, proprio come il rendiconto dei fondi, in ragione delle modalità di sottoscrizione e rimborso delle

L'art 37 prevede che i fondi comuni di investimento (ma anche le SICAV dunque) devono predisporre le scritture contabili, il rendiconto e i prospetti periodici che le società di gestione del risparmio redigono, in aggiunta a quanto prescritto per le imprese commerciali, nonché gli obblighi di pubblicità del rendiconto e dei prospetti periodici.

¹³⁸ Le SICAV sono tenute a redigere : a) il bilancio d'esercizio ; b) una relazione semestrale relativa alla gestione , entro trenta giorni dalla fine dei primi sei mesi dell'esercizio. La relazione non è richiesta nel caso delle SICAV per le quali si proceda , in relazione alla distribuzione dei proventi ,alla redazione del bilancio con cadenza almeno semestrale . c)un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle azioni e del valore complessivo della SICAV con periodicità almeno pari all'emissione o al rimborso delle azioni ; Provvedimento 24 dicembre 1999 , Prospetti contabili dei fondi comuni e delle SICAV, art. 1, comma 2°.

partecipazioni, non ha una delle principali finalità di un ordinario bilancio: la misurazione del risultato conseguito durante l'esercizio e la determinazione del patrimonio netto alla fine del periodo amministrativo di riferimento¹³⁹. La prima conseguenza dell'approvazione del bilancio di una società per azioni (rappresentata dalle modifiche del patrimonio netto), nella società di investimento a capitale variabile, come nel fondo comune di investimento, avviene continuamente: il patrimonio della SICAV si modifica persino nel periodo che intercorre tra la chiusura dell'esercizio e l'approvazione del bilancio.

Un ulteriore profilo di rilievo concerne, come si è anticipato, la distribuzione dei proventi.

Nella SICAV la definizione di "provento" non è uguale a quella di utile di esercizio, di conseguenza: e, come già detto, la loro distribuibilità non è di regola legata ai presupposti del diritto societario comune relativi alla distribuzione degli utili¹⁴⁰.

La scelta e la modalità di distribuzione dei proventi spetta esclusivamente allo statuto sociale ed avviene in maniera automatica: non deve essere deliberata ogni volta dall'assemblea. Questo era previsto già dalla disciplina previgente¹⁴¹: e, ancorché nell'attuale disciplina non venga riprodotta la medesima disposizione,

¹³⁹ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile :commento al decreto legislativo del 25 gennaio 1992 n.84*, cit., p. 98.

¹⁴⁰ P.MARCHETTI, *Appunti sulle sicav*, cit., p.735.

¹⁴¹ Art 2 del d.lg. 84/92:Costituzione della società, Comma 3° lett a) ; Lo statuto, allegato all'atto costitutivo, deve contenere almeno: a) l'indicazione dei programmi di investimento della società e i criteri per la destinazione dei proventi .

l'applicazione della regola è pacifica in ragione dell'ampia autonomia statutaria che caratterizza le SICAV.

La differenza rispetto agli utili è che la presenza di un provento prescinde dall'esistenza di un esercizio sociale chiuso in attivo: è possibile quindi che proventi siano distribuiti anche in presenza di saldi negativi.

Il diritto alla percezione di un qualcosa che assomigli funzionalmente all'utile di una società di diritto comune non è essenziale all'investimento in SICAV, ma eventuale, ossia deve essere previsto dallo statuto. Una volta previsto statutariamente, il diritto dei soci alla percezione del provento è indipendente dalla determinazione delle delibere assembleari.

Lo statuto però potrebbe prevedere che tale distribuzione sia subordinata all'approvazione dell'assemblea: non sussistono cioè ragioni che impediscano di configurare una previsione statutaria che assoggetti i proventi all'ordinario regime degli utili¹⁴²; fermo restando che si tratta di un procedimento solo apparentemente simile a quello della distribuzione degli utili nelle società per azioni, dato che persistono le evidenti differenze sostanziali riscontrate nel corso della trattazione.

¹⁴² P.MARCHETTI, *Appunti sulle sicav*, cit., p.737.

I proventi rappresentano dunque la distribuzione di una porzione di patrimonio¹⁴³: un rimborso, parziale e anticipato, di una quota di patrimonio. Essi spettano in misura identica a tutti gli azionisti e non potrebbe essere previsto diversamente: né l'assemblea né lo statuto possono prevedere una distribuzione diversificata tra i soci¹⁴⁴.

4. Lo scioglimento della società di investimento a capitale variabile.

Anche in punto di disciplina della fase estintiva della SICAV, si riscontra l'interesse da parte del legislatore a non abbandonare l'impianto normativo del codice civile in materia di società per azioni, integrando su singoli aspetti in base alle particolari caratteristiche di questo tipo di società.

¹⁴³ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile: Commento al d.lg.25 gennaio 1992 n.84*, cit., p.160.

¹⁴⁴ EDUARDO ZAMPELLA, *Commento all'articolo 45*, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p. 399

Autorevole dottrina ritiene che, in modo simile ai fondi comuni di investimento, lo statuto della SICAV, possa prevedere: l'obbligo di reinvestire i proventi maturati (c.d. SICAV ad accumulazione); l'obbligo di distribuzione (c.d. SICAV di distribuzione); la facoltà di scegliere tra reinvestimento e distribuzione (c.d. SICAV mista). M.FRATINI, G.GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Utet giuridica, cit., p. 667

Il 7° comma dell'art. 48, Tuf dispone che per quanto non previsto dal presente articolo, il quale disciplina lo scioglimento e la liquidazione della SICAV, si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del libro V, titolo V, capo VIII, del codice civile quindi quelle disposizioni relative allo scioglimento e liquidazione delle società di capitali, dagli artt. 2484 a 2496.

Lo conferma il fatto che il legislatore rende applicabili, per quanto non diversamente previsto dall'art. 48 Tuf, le norme di diritto comune delle società attraverso un espresso rinvio al capo VIII del Titolo V¹⁴⁵. Emerge dunque che le cause di scioglimento della SICAV coincidono quasi totalmente con quelle previste per le società per azioni di diritto comune; l'unica deroga rispetto alle cause di scioglimento elencate dal codice civile è l'inapplicabilità alle SICAV dell'art. 2484, comma 1°, nn. 4 e 5 c.c.¹⁴⁶, prevista dal primo comma dell'art. 48 Tuf.

Le deroghe riguardano il tema della riduzione del capitale al di sotto del minimo legale: è semplice comprendere tale inapplicabilità se si tiene in considerazione che per le società di investimento a capitale variabile viene disapplicata tutta la disciplina del codice civile in tema di riduzione (ed aumento) del capitale, mancando a monte un "capitale" come valore nominale da inserire nel passivo. Inoltre è evidente che le caratteristiche tipiche della SICAV, la variabilità del capitale e la nota equazione tra capitale sociale e patrimonio netto, non consentono di ravvisare una "perdita di capitale sociale".

La suddetta causa di scioglimento, viene sostituita dall'ipotesi peculiare di una riduzione del patrimonio al di sotto del limite legale fissato dalla Banca d'Italia (un milione di euro) per un periodo

¹⁴⁵ Il 7° comma dell'art. 48, Tuf dispone che per quanto non previsto dal presente articolo, il quale disciplina lo scioglimento e la liquidazione della SICAV, si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del libro V, titolo V, capo VIII, del codice civile quindi quelle disposizioni relative allo scioglimento e liquidazione delle società di capitali, dagli artt. 2484 a 2496.

¹⁴⁶ Le cause di scioglimento che non sono applicabili alla SICAV sono :la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, salvo quanto è disposto dagli articoli 2447 e 2482-ter;le ipotesi previste dagli articoli 2437-quater e 2473.

superiore ai sessanta giorni, indipendentemente dai motivi per cui è stata realizzata e dall'entità della perdita.

Anche qui, come nel diritto comune delle società di capitali, vi è tuttavia la possibilità di assumere provvedimenti “salvifici”, evitando così il perfezionarsi e concludersi della fattispecie dissolutiva¹⁴⁷.

Un primo provvedimento è la reintegrazione del patrimonio attraverso il recupero del valore dei titoli o di altri beni in cui la società ha investito, una sorta di reintegrazione “per forza endogena”¹⁴⁸; in alternativa, la società può effettuare la raccolta di nuove sottoscrizioni fino a riportare il patrimonio ad un valore superiore alla soglia minima prevista dalla legge.

Un altro provvedimento a cui si può ricorrere è la fusione con un'altra società di investimento a capitale variabile: peraltro, avendo, il perfezionamento di questo tipo di operazione tempi notoriamente lunghi, il legislatore dispone *medio tempore* la sospensione del termine di sessanta giorni.

Non è previsto invece il ricorso alla trasformazione della SICAV per evitare lo scioglimento della società. Questa è una differenza di non poco conto rispetto alle disposizioni del diritto societario comune ed è facilmente desumibile dall'espressa inapplicabilità alle SICAV dell'articolo 2447 del codice civile¹⁴⁹.

¹⁴⁷ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile: Commento al d.lg.25 gennaio 1992 n. 84*, cit. p.128

¹⁴⁸ P.MARCHETTI, *Appunti sulle sicav*, cit., p.734

¹⁴⁹ L'art. 2447 c.c. rubricato “Riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale” dispone che se, per la perdita di oltre un terzo del capitale, questo si riduce al

L'altra causa di scioglimento che non è stata riprodotta per le SICAV è quella che si realizza in seguito ad accoglimento dell'opposizione dei creditori sociali alla delibera di riduzione del capitale sociale conseguente all'esercizio del diritto di recesso del socio: non sarebbe d'altronde possibile riferirla alla SICAV per la variabilità continua del capitale, che consente l'ingresso e l'uscita dei soci attraverso nuovi versamenti o rimborsi delle azioni sottoscritte¹⁵⁰.

Escluse le due cause di scioglimento appena esaminate, si ritiene che le altre ipotesi previste dal codice siano applicabili anche alle SICAV. E' necessario tuttavia un adattamento della disciplina della società per azioni: non è infatti possibile applicare direttamente l'elenco di eventi dissolutivi dell'art. 2448 c.c. alle SICAV.

Di certo non è facile individuare come causa di scioglimento il "conseguimento dell'oggetto sociale"¹⁵¹, difficilmente conciliabile con l'oggetto esclusivo delle SICAV.

L'oggetto sociale della SICAV è l'investimento collettivo del risparmio raccolto con l'offerta al pubblico delle proprie azioni, e tale attività è destinata a protrarsi nel tempo in maniera permanente: ed è per questo che sembra impossibile ipotizzare che la stessa possa

disotto del minimo stabilito dall'articolo 2327, gli amministratori o il consiglio di gestione e, in caso di loro inerzia, il consiglio di sorveglianza devono senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al detto minimo, o la trasformazione della società.

¹⁵⁰ FRANCESCO VELLA, *Commentario al Tuf*, art. 45 Capitale e azioni, cit., p.494.

¹⁵¹ Tra le cause legali delle società per azioni, comuni alle altre società c'è anche il conseguimento dell'oggetto sociale o la sopravvenuta impossibilità di conseguirlo (art. 2484 n.2).

giungere ad uno stadio in cui si può esaurire. Solo se il legislatore avesse fissato il raggiungimento di una soglia massima di patrimonio come obiettivo economico, per ritenere poi attuato o non più attuabile il programma sociale, allora si sarebbe potuto parlare di un termine per il conseguimento dell'oggetto sociale.

Fermi i rilievi che precedono, una volta che si verifica una delle cause di scioglimento previste la società entra in fase di liquidazione.

Rispetto allo schema civilistico anche la fase di liquidazione successiva allo scioglimento subisce accentuate variazioni e modifiche permeate sia da esigenze di carattere informativo (con conseguente rafforzamento del regime pubblicitario) sia dalla necessità di riconoscere alla Banca d'Italia i poteri di vigilanza in funzione del rispetto dei criteri di trasparenza e correttezza.

Il verificarsi di una causa di scioglimento determina la sospensione dell'emissione e del rimborso delle azioni¹⁵², con l'obiettivo di garantire la parità di trattamento dei soci-azionisti e la stabilità del mercato. Se gli amministratori non adottano una deliberazione di accertamento della causa di scioglimento, il termine per la sospensione dell'emissione e del rimborso delle azioni decorrerà dalla data in cui viene depositato per l'iscrizione presso il Registro delle

¹⁵² (...)L'emissione ed il rimborso di azioni sono sospesi, nel caso previsto dall'articolo 2484, primo comma, numero 6 del codice civile, dalla data di assunzione della delibera (...) Art 48. Comma 2° Tuf.

Imprese il decreto del Presidente del tribunale ai sensi dell'art. 2485, 2° comma c.c.¹⁵³

In argomento, la dottrina si è interrogata sulla possibilità di ricondurre il divieto di emissione di nuove azioni da parte delle SICAV in fase di liquidazione al più generale dovere per gli amministratori di agire “ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale” (art. 2486 c.c.)¹⁵⁴: se l'emissione è con sicurezza qualificabile come “nuova operazione”, la stessa cosa non si può dire con certezza per il rimborso delle azioni poiché questo deriva da una richiesta diretta dell'azionista e non da una decisione dell'organo amministrativo.

La *ratio* alla base di questa scelta sta nella volontà del legislatore di evitare che, nel momento in cui si verifica una causa di scioglimento, si generi nei soci una forte apprensione inducendoli a richiedere in massa il rimborso delle proprie azioni, provocando dei disagi alla società e compromettendo una conveniente liquidazione del patrimonio o finanche causando l'imprudente ed affrettata ricerca di nuove risorse¹⁵⁵.

¹⁵³ M.CAVANNA, op., cit., p.79 (nota 360) il quale segnala come l'art.48, 2° comma, Tuf si riferisce ad un decreto presidenziale che, con la riforma del diritto societario del 2003, il c.c. non prevede più. (art. 2385 c.c.).

¹⁵⁴ Nella disciplina previgente, l'art.2449 “Effetti dello scioglimento”, comma 1°, prevedeva il divieto per gli amministratori di intraprendere nuove operazioni quando si verifica un determinato fatto che provoca lo stato di liquidazione. Di conseguenza risultava ridondante e inutile la prescrizione di emettere nuove azioni poiché questa operazione è classificabile come “nuova operazione”. M.COLOMBO, G.PORTALE, *Trattato sulle società per azioni*, cit., p.178.

¹⁵⁵ FRANCESCO VELLA, *Commentario al Tuf*, cit., p.494.

Anche sul piano pubblicitario si riscontra una deviazione rispetto al modello della società per azioni: si registrano significative integrazioni della disciplina comune¹⁵⁶, così confermandosi l'insufficienza del sistema pubblicitario previsto dal codice civile rispetto alle esigenze di tutela che si prospettano con riguardo alle SICAV.

Per le SICAV si prevede un ampliamento dei veicoli informativi: (i) le delibere adottate dall'assemblea in tema di scioglimento anticipato, o (ii) le delibere del consiglio di amministrazione che accertano lo scadere del termine di durata della società, l'impossibilità sopravvenuta di raggiungere l'oggetto sociale (fermo quanto detto poc'anzi sul punto), la non avvenuta reintegrazione del patrimonio sociale entro i sessanta giorni stabiliti, il verificarsi di una (ulteriore) ipotesi estintiva prevista dallo statuto; o ancora (iii) il decreto del tribunale che accerta l'impossibilità di funzionamento o l'inattività duratura dell'assemblea¹⁵⁷ sono soggetti a pubblicazione "anche sui quotidiani previsti dallo statuto" e a comunicazione alla Banca d'Italia entro dieci giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese¹⁵⁸.

¹⁵⁶ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile :Commento al d.lg.25 gennaio 1992 n. 84*, cit., p.138.

¹⁵⁷ LUCIA PICARDI, *Commento all'articolo 48, in Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit. p 427.

¹⁵⁸ Gli atti per i quali è prevista la pubblicità dall' articolo 2484, commi terzo e quarto, del codice civile devono essere anche pubblicati sui quotidiani previsti dallo statuto e comunicati alla Banca d'Italia nel termine di dieci giorni dall'avvenuta iscrizione nel registro delle imprese(...)Art. 48 del TUF; Scioglimento e liquidazione volontaria, Comma 2°.

Una maggiore attenzione si estende anche al bilancio di liquidazione, il quale dovrà essere “sottoposto a giudizio della società incaricata della revisione” della SICAV e successivamente pubblicato sui quotidiani indicati dallo statuto.

Si osserva, in conclusione, che il rafforzamento del regime informativo riguarda solamente le fasi iniziali e finali della liquidazione, cioè l'accertamento della causa di scioglimento e il bilancio finale di liquidazione: e d'altra parte non viene richiesto nessun adempimento supplementare per gli atti relativi alla nomina, sostituzione e revoca dei liquidatori né per i bilanci annuali di liquidazione¹⁵⁹.

La liquidazione volontaria della SICAV segue quasi totalmente la disciplina del codice civile per la liquidazione nelle società per azioni, pur caratterizzandosi per il continuo controllo esercitato dalla Banca d'Italia sul regolare e corretto svolgimento delle operazioni e sulla conveniente liquidazione del patrimonio della società¹⁶⁰.

La nomina, la sostituzione e la revoca dei liquidatori sono di competenza dell'assemblea dei soci in sede straordinaria, che delibererà con le maggioranze prescritte dalla disciplina delle SICAV¹⁶¹. Nel caso in cui l'assemblea non si costituisca o non

¹⁵⁹ R.LENER, *Le società di investimento a capitale variabile: Commento al d.lg.25 gennaio 1992 n. 84*, cit., p.138.

¹⁶⁰ M.FRATINI, G.GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, cit., p 686.

¹⁶¹ Se la causa di scioglimento deriva da una delibera dell'assemblea, questa deve provvedere contestualmente alla nomina dei liquidatori. (art 2487 c.c.; Nomina e revoca dei liquidatori; criteri di svolgimento della liquidazione).

deliberi, sarà il Tribunale ad assumere le necessarie decisioni e a disporre le successive comunicazioni¹⁶².

A differenza del diritto comune in tema di società per azioni, non è di competenza dell'assemblea straordinaria il compito di deliberare sui criteri che dovranno essere seguiti in fase della liquidazione, sui poteri dei liquidatori e sugli atti necessari alla conservazione dei valori dell'impresa¹⁶³: tale esenzione è spiegabile in ragione del carattere pubblicistico della procedura di liquidazione nell'ambito delle SICAV e del ruolo svolto dalla Banca d'Italia, le cui istruzioni dovranno essere seguite dai liquidatori¹⁶⁴.

Il Tuf richiama la disciplina prevista dall'articolo 97 del Testo Unico Bancario secondo il quale l'organo di controllo ha anche il potere autoritativo di sostituire i liquidatori, circoscritto ai casi in cui la procedura non si svolga correttamente e con speditezza a cagione dell'operato non regolare dei liquidatori.

¹⁶² M.CAVANNA, *Fondi comuni di investimento*, cit., p 80.

¹⁶³ Art. 48 del TUF ,Scioglimento e liquidazione volontaria; comma 3; La nomina, la revoca e la sostituzione dei liquidatori spetta all'assemblea straordinaria. Si applicano l'articolo 2487 del codice civile, ad eccezione del comma 1, lettera c), e l'articolo 97 del testo unico bancario; Art 2487 comma 1° Salvo che nei casi previsti dai numeri 2), 4) e 6) del primo comma dell'articolo 2484 non abbia già provveduto l'assemblea e salvo che l'atto costitutivo o lo statuto non dispongano in materia, gli amministratori, contestualmente all'accertamento della causa di scioglimento, debbono convocare l'assemblea dei soci perché deliberi, con le maggioranze previste per le modificazioni dell'atto costitutivo o dello statuto, su : lett. c) i criteri in base ai quali deve svolgersi la liquidazione; i poteri dei liquidatori, con particolare riguardo alla cessione dell'azienda sociale, di rami di essa, ovvero anche di singoli beni o diritti, o blocchi di essi; gli atti necessari per la conservazione del valore dell'impresa, ivi compreso il suo esercizio provvisorio, anche di singoli rami, in funzione del migliore realizzo.

¹⁶⁴ ART 48 del TUF, Scioglimento e liquidazione volontaria; comma 4°:Alla Banca d'Italia sono preventivamente comunicati il piano di smobilizzo e quello di riparto. I liquidatori provvedono a liquidare l'attivo della società nel rispetto delle disposizioni stabilite dalla Banca d' Italia.

FRANCESCO VELLA, *Commentario al Tuf*, cit., p. 495

Il potere della Banca d'Italia nella fase di liquidazione della società di investimento a capitale variabile è molto ampio: all'Autorità di vigilanza infatti devono essere consegnati preventivamente dalla società il piano di smobilizzo e quello di riparto dell'attivo residuo ed in base a tali documenti verrà svolta la sua verifica per garantire che la liquidazione della SICAV avvenga regolarmente. Con il medesimo scopo la Banca d'Italia può anche imporre dei vincoli ai liquidatori rispetto alle loro modalità operative nello svolgimento della fase di liquidazione e questo amplia il controllo spettante all'autorità di vigilanza per salvaguardare gli investitori coinvolti in questa situazione e la stabilità dei mercati finanziari.

Una volta compiuta la liquidazione, i liquidatori devono provvedere a redigere il bilancio finale dove si indica la parte che nella divisione dell'attivo residuo spetta al singolo socio-risparmiatore.

Successivamente all'approvazione del bilancio finale di liquidazione, la banca depositaria procede a rimborsare le azioni nella misura prevista dal bilancio stesso su istruzione dei liquidatori.

Questa è una deviazione dalle disposizioni trattate per le società per azioni ed è giustificata dal fatto che la banca depositaria svolge un'attività di custodia del patrimonio delle SICAV, ovvero dei suoi strumenti finanziari e delle sue disponibilità liquide¹⁶⁵. La banca, nel distribuire l'attivo residuo che emerge dal bilancio finale di

¹⁶⁵ L'applicabilità dell'articolo 36, Comma 2° è prevista dall'art. 50 Tuf; tale articolo disciplina i fondi di investimento comuni relativamente alla custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo comune di investimento, la quale deve essere affidata a una banca depositaria.

liquidazione, deve seguire le istruzioni dei liquidatori, agendo in qualità di mandataria degli stessi e lasciando quindi integre le loro responsabilità¹⁶⁶.

Le ulteriori disposizioni in materia di società di capitali relative agli organi sociali in fase di liquidazione, al potere dei liquidatori, alla procedura di approvazione del bilancio finale, alla cancellazione della società dal registro delle imprese e dall'albo tenuto da Banca d'Italia, dovrebbero essere considerate applicabili alla SICAV, nei limiti della compatibilità con le particolarità strutturali e peculiarità funzionali di queste società.

È certamente inapplicabile l'art. 2491 c.c., comma 1°, con il quale si attribuisce ai liquidatori il potere di richiedere ai soci i versamenti che ancora devono effettuare nell'ipotesi che i fondi risultassero non sufficienti a pagare i debiti sociali. La disposizione non è riferibile alla SICAV, atteso che l'art. 45, comma 3°, Tuf prevede che le azioni rappresentative del capitale debbano essere integralmente liberate al momento della loro emissione.

La fusione e la scissione sono disciplinate dall'art. 50-ter, comma 1°, Tuf attraverso un rinvio al diritto comune (artt. 2501 ss. c.c.), previo vaglio di compatibilità¹⁶⁷. La SICAV non può infine deliberare

¹⁶⁶ LUCIA PICARDI, Commento all'articolo 48, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58: commentario* a cura di G.F.CAMPOBASSO, cit., p. 427.

¹⁶⁷ La fusione e la scissione delle SICAV è disciplinata dall'art. 50-ter 3° comma, Tuf; questo afferma che le Sicav coinvolte in operazioni di fusione o scissione applicano gli articoli 2501 e seguenti del codice civile, in quanto compatibili. Il progetto di fusione o quello di scissione, redatti sulla base di quanto richiesto dal regolamento della Banca d'Italia di cui al comma 4, e le eventuali deliberazioni

trasformazioni in un organismo che non sia soggetto, oltre che al Capo III del Tuf, relativo alle società di investimento a capitale variabile, al Capo II, titolo III, quest'ultimo relativo alla disciplina prevista per le società per le società di gestione del risparmio¹⁶⁸. Si può dunque ritenere che le SICAV possano deliberare operazioni di trasformazione, fusione o scissione se partecipano o ne sono il risultato SGR o, secondo parte della dottrina, fondi comuni di investimento¹⁶⁹. Sembra peraltro potersi affermare che questo divieto di trasformazione non ostacoli fusioni eterogenee che diano vita ad una SICAV laddove al procedimento partecipino organismi differenti.

5. La vigilanza sulle SICAV.

Come i fondi comuni di investimento, anche le SICAV sono soggette alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob¹⁷⁰.

I poteri di vigilanza che competono alle due Autorità nei confronti delle SICAV sono pertanto gli stessi di cui dispongono nei confronti delle società di gestione dei fondi comuni. L'art. 5 Tuf, in tema di vigilanza, afferma che tale attività ha lo scopo di garantire la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei

assembleari di modifica dei relativi progetti sono preventivamente autorizzati dalla Banca d'Italia. In assenza dell'autorizzazione di cui al comma 1 non si può dare corso alle iscrizioni nel registro delle imprese previste dal codice civile

¹⁶⁸ La Sicav non può trasformarsi in un organismo non soggetto al presente Capo o al Capo II del presente titolo (Art 49 Tuf: Trasformazione).

¹⁶⁹ M.FRATINI, G.GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, cit., p. 689.

¹⁷⁰ R.LENER; *Le società di investimento a capitale variabile :commento al d.lg. 25 gennaio 1992 n.84*, cit., p.102.

soggetti abilitati, con particolare riguardo alla tutela degli investitori ed alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario¹⁷¹.

Le Autorità di vigilanza operano tra loro in maniera coordinata per quanto riguarda l'esercizio dell'attività di vigilanza in via generale, relativamente a scopi che sono comuni ad entrambe, come indicato dal primo comma dell'art. 5; i commi immediatamente successivi, al contrario, individuano una ripartizione delle competenze per "finalità".¹⁷²

In particolare, viene assegnato alla Banca d'Italia il compito di vigilare sul contenimento del rischio, sulla stabilità patrimoniale e su una sana e prudente gestione degli intermediari; mentre alla Consob è riservato il compito di vigilare sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti.

¹⁷¹ L'art. 5 Tuf, "Finalità e destinatari della vigilanza" al 1° comma dispone che la vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario.

Perché l'attività di vigilanza possa essere condotta nei confronti delle S.g.r. e delle SICAV, è necessario che queste abbiano sede legale e direzione generale in Italia.

¹⁷² La ripartizione delle competenze è necessaria per capire come distribuire i poteri di vigilanza tra Consob e Banca d'Italia. I modelli di ripartizione potrebbero essere due: il primo, chiamato vigilanza per soggetti, prevede che i poteri siano ripartiti in relazione al soggetto intermediario ed in questo caso, un'autorità svolge tutti i poteri di vigilanza con riguardo a un determinato soggetto e l'altra svolge la medesima azione di vigilanza rispetto ad un altro soggetto. Il secondo modello, ripartisce i poteri per materia, a prescindere dal soggetto vigilato; questo è quello al quale si fa riferimento all'articolo 5, vigilanza per finalità. Il vantaggio di questo tipo di ripartizione è quello di creare la specializzazione di un'autorità di vigilanza in una determinata materia e quindi la loro competenza ed efficacia nei controlli; l'eventuale svantaggio è che si possono creare delle sovrapposizioni tra le due autorità di vigilanza a causa del fatto che non è facile definire le materie di competenza di ciascuna ed inoltre ci sono delle materie "borderline" per le quali è difficile stabilire la competenza.

Per evitare che si creino sovrapposizioni, fisiologiche in un modello di distribuzione delle competenze “per finalità”, il nostro ordinamento detta due regole cautelative. In primo luogo, c’è l’obbligo da parte di entrambe le Autorità di operare in maniera coordinata, dandosi reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti o delle irregolarità rilevate, così da minimizzare gli oneri gravanti sui soggetti abilitati ¹⁷³. Si prevede poi la stipulazione tra le due Autorità di un protocollo d’intesa avente ad oggetto, fra l’altro, lo scambio reciproco di informazioni in ordine ai provvedimenti e alle irregolarità eventualmente rilevate ¹⁷⁴.

¹⁷³ La Banca d'Italia e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza (art.5, comma 5° Tuf).

¹⁷⁴ L’art. 5, comma 5°-bis Tuf prevede che la Banca d’Italia e la Consob, al fine di coordinare l’esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati, stipulino un protocollo d’intesa, avente ad oggetto i compiti di ciascuna e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni di cui ai commi 2 e 3 del medesimo articolo. Viene inoltre previsto lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell’esercizio dell’attività di vigilanza.

L’esigenza che le autorità operino anche con lo scopo di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti vigilati trova spiegazione nelle diffuse critiche mosse agli elevatissimi costi che comportano i controlli richiesti dalle autorità di vigilanza per i soggetti abilitati. L’unico obiettivo non è tutelare gli interessi di questi ultimi ma è soprattutto quello di realizzare un mercato finanziario nazionale competitivo rispetto agli altri mercati comunitari, attraverso la riduzione dei prezzi dei servizi finanziari.

INDICE BIBLIOGRAFICO

Riviste, Monografie, Commentari e Trattati.

ANNUNZIATA F., *La gestione collettiva del risparmio*, in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.

AULETTA G., SALANITRO N., *La società per azioni*, in *Elementi di diritto commerciale*, Milano 2003.

BUONOCORE V., *Istituzioni di Diritto Commerciale*, Torino 2003.

CAMPOBASSO G.F. Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58, Torino, Utet 2002.

CAVANNA M., *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, Vol. 16°, Milano, 2008.

COLOMBO G.E., PORTALE G.B., *Le società di investimento a capitale variabile, La struttura della SICAV* (P. II, Cap. I), in *Trattato delle società per azioni*, Vol. VII, Utet , 1997.

COSTI R., ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, VII Cap; *Lo svolgimento delle attività d'intermediazione finanziaria*, Padova, CEDAM, 2004.

FERRI G., *Le società in Trattato di diritto civile* fondato da VASSALLI F., vol. X, tomo III. Utet , 1987.

FRATINI M., GASPARRI G., *Il testo unico della finanza*, Utet giuridica, 2012.

LENER R., *Le società di investimento a capitale variabile: commento al decreto legislativo del 25 gennaio 1992 n.84*, in *Quaderni di Diritto commerciale europeo*, a cura di Carlo Angelici e Giorgio Marasà, Giappichelli editore, Torino 1994.

LENER R. ,*Società di investimento a capitale variabile*, in Autori Vari, *Trattato delle s.p.a.*, diretto da COLOMBO G.E., PORTALE G.B., vol. 10, Utet, Torino, 1993.

MARCHETTI P., *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, Appunti sulle SICAV in Rivista delle Società*, 1992, I.

TANTINI G., *Capitale e patrimonio nella società per azioni*, Cedam, Padova 1980.

VELLA F., *Commentario T.U.F. decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Torino, Giappichelli, 2012, capo III, *Società di investimento a capitale variabile*.

Leggi, Regolamenti.

Direttiva 85/611/CEE del Consiglio del 20 dicembre 1985 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.).

Circolare n. 189 del 21-10-1993 (Manuale delle segnalazioni statistiche e di vigilanza per gli organi di investimento collettivo del risparmio).

Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996 (Tuf).

Provvedimento della Banca d'Italia del 1° luglio 1998 pubblicato in G.U. n.160 S.O. dell'11-7-98.

Decreto 26 marzo 1999, n. 139 (Regolamento recante norme di attuazione dell'art. 46, comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, concernente le modalità operative per l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza nelle assemblee delle società di investimento a capital variabile) in G.U. n. 116 del 25-5-99.

Circolare n. 229 del 21 aprile 1999 della Banca d'Italia (Istruzioni di Vigilanza per le banche).

Provvedimento di Banca d'Italia del 20 settembre 1999 (disposizioni applicabili agli o.i.c.r.) in G.U. n. 230 del 30-9-99